



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CIÊNCIAS ECONÔMICAS

FELIPE COSTA AMORIM

**A ESPECULAÇÃO COMO COMBUSTÍVEL DO CRESCIMENTO
ECONÔMICO**

JOÃO PESSOA
2017

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CIÊNCIAS ECONÔMICAS

FELIPE COSTA AMORIM

**A ESPECULAÇÃO COMO COMBUSTÍVEL DO CRESCIMENTO
ECONÔMICO**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado
à Banca Examinadora da Universidade Federal da
Paraíba para a obtenção do grau de bacharel em
Ciências Econômica, sob a orientação do Prof. Dr.
Tiago Farias Sobel.

JOÃO PESSOA

2017

DEDICATÓRIA

A Deus, por ser extremamente paciente e piedoso
comigo...

Aos meus pais e esposa que foram companheiros em
todas as horas...

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Orientador, braço amigo de todas as etapas deste trabalho.

A minha família, pela confiança e motivação.

Aos amigos e colegas, pela força e pela vibração em relação a esta jornada.

Aos professores e colegas de Curso, pois juntos trilhamos uma etapa importante de nossas vidas.

Aos profissionais entrevistados, pela concessão de informações valiosas para a realização deste estudo.

A todos que, com boa intenção, colaboraram para a realização e finalização deste trabalho.

EPÍGRAFE

“O temor do Senhor é o princípio da sabedoria, e o conhecimento do Santo é prudência”.

Provérbios 9.10

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C837a Costa Amorim, Felipe.

A Especulação como Combustível do Crescimento / Felipe Costa Amorim. – João Pessoa, 2018.
69f.: il.

Orientador(a): Profº Dr. Tiago Farias Sobel.

Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Econômicas) – UFPB/CCSA.

1. Especulação. 2. Crescimento Econômico. 3. Ciclos de Econômicos. 4. Teoria do Desenvolvimento. 5. Boom, Crash. I. Título.

UFPB/CCSA/BS

CDU:33(043.2)

Gerada pelo Catalogar - Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica do
CCSA/UFPB, com os dados fornecidos pelo autor(a)



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

AVALIAÇÃO DA MONOGRAFIA

Comunicamos à Coordenação de Monografia do Curso de Graduação em Ciências Econômicas (Bacharelado) que a Monografia do aluno Felipe Costa Amorim, matrícula Nº 11507995, intitulada "A ESPECULAÇÃO COMO COMBUSTÍVEL DO CRESCIMENTO ECONÔMICO", foi submetida à apreciação da comissão examinadora, composta pelos seguintes professores:

A monografia foi APROVADA pela Comissão Examinadora e obteve nota (9,0).

Reformulações sugeridas: Sim (X) Não ()

Atenciosamente,

Prof. Dr. Tiago Farias Sobel

(Orientador)

Prof. Dr. Magno Vamberto Batista da Silva

(Examinador)

Prof. Dr. Adriano Firmino Valdevino de Araújo

(Examinador / Coordenador do Curso)

Profa. Dra. Liedje Bettizaide Oliveira de Siqueira

(Coordenadora da Monografia)

Prof. Dr. Paulo Amilton Maia Leite Filho

(Chefe de Departamento)

Ciente: _____

Felipe Costa Amorim

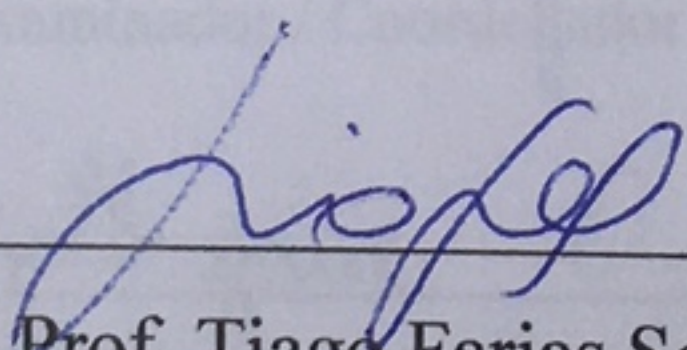


UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
COORDENAÇÃO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DECLARAÇÃO

Declaro, para os devidos fins, que FELIPE COSTA AMORIM, meu orientando, no Curso de Ciências Econômicas no período 2017.1 entregou todas as alterações solicitadas pela banca em 29/11/2017 do trabalho monográfico intitulado: ESPECULAÇÃO COMO COMBUSTÍVEL DO CRESCIMENTO ECONÔMICO, sob minha orientação.

João Pessoa, 12 de março de 2018.



Prof. Tiago Farias Sobel

Professor do Departamento de Economia
Universidade Federal da Paraíba

AMORIM, Felipe Costa. **A Especulação Como Combustível Do Crescimento Econômico**. Trabalho de Conclusão de Curso. Curso de Bacharelado em Ciências Econômicas. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Federal da Paraíba, 2016.

RESUMO

A análise da importância do capital especulativo sempre foi tema subestimado entre os economistas. Normalmente associa-se a especulação a crises financeiras e, desta forma, deixando uma lacuna em branco de como esse capital especulativo seria vital para o processo de investimento e, conseqüentemente, crescimento econômico.

Este trabalho tem como objetivo o estudo do comportamento do capital especulativo, seus agentes e seus respectivos papéis nos ciclos econômicos. O processo investigativo parte da ideia de que os agentes econômicos especulativos fornecem liquidez para os diversos setores produtivos, em forma de crédito especulativo, buscando melhores retornos (profit seeking). Os setores produtivos, por sua vez, utilizam este capital para financiarem seus investimentos.

Também, existe uma relação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico, isso porque o desenvolvimento do sistema financeiro é vital para que se criem canais de comunicação entre o capital especulativo e o capital produtivo. Destarte, as instituições financeiras são vitais para a criação do crédito, utilizados por estes mesmos agentes especulativos.

Como o capital especulativo é volátil, ele poderá prover um ambiente favorável a realização dos investimentos na cadeia produtiva ou não. Desta forma, um cenário onde a uma fuga de capital especulativo, os preços dos ativos financeiros das empresas tendem a se desvalorizar. Se por exemplo, o valor de suas ações cair, o valor de mercado dela cairá, possuindo ela dívidas com credores (que não se alteram), a empresa ficará alavancada e em dificuldades para a realização de novos investimentos.

Palavras-chave: *Ciclos Econômicos; Crises Financeiras; Especulação; Crescimento Econômico; Hyman Philip Minsky.*

AMORIM, Felipe Costa. **The Speculation as Economic Fuel Growth**. Undergraduate Thesis for the Bachelor Degree in Economic Sciences. Centre for Applied Social Sciences. Federal University of Paraiba, 2016.

ABSTRACT

The analysis of the importance of speculative capital has always been an underestimated topic among economists. Speculation is usually associated with financial crises and, thus, leaving a blank gap on how such speculative capital would be vital to the investment process and hence economic growth.

This work aims to study the behavior of speculative capital, its agents and their respective roles in economic cycles. The investigative process starts from the idea that the speculative economic agents provide liquidity to the diverse productive sectors, in a speculative form of credit, seeking better returns (profit seeking). The productive sectors, in turn, use this capital to finance their investments.

Also, there is a positive relationship between the development of the financial system and economic growth, because the development of the financial system is crucial for the creation of communication channels between speculative capital and productive capital. Hence, financial institutions are decisive to the creation of credit, used by these same speculative agents.

Since speculative capital is volatile, it can provide a favorable environment for investments in the productive chain or the opposite. In this way, a scenario where a speculative capital flight, the prices of financial assets of companies tend to devalue. If, for example, the value of your stock falls, the market value of it falls, having it with creditors (which do not change), the company will be leveraged and in difficulty to make new investments.

Key Words: *Economic Cycles; Financial Crises; Speculation; Economic Growth; Hyman Philip Minsky.*

LISTA DE FIGURA

Figura 1 - Ciclo do Crescimento51

Figura 2 - O Ciclo do Crédito53

Figura 3 - Fluxo do Sistema Financeiro60

Figura 4 - Fluxo do Sistema Financeiro62

Figura 5 - Fluxo do Sistema Financeiro Fonte: Própria.....62

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Modelo de Crescimento Econômico	63
---	----

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	14
1.1	Objetivos.....	16
1.1.1	<i>Objetivo Geral</i>	16
1.1.2	<i>Objetivo Específico</i>	16
1.2	Metodologia	16
1.3	Hipóteses.....	17
1.4	Estrutura	17
2	ARCABOUÇO TEÓRICO	18
2.1	Conceituação de Especulação e Especulador.....	18
2.2	A Abordagem da Especulação em Minsky	23
	A Especulação no Mercado de Ações e Investimento.	26
3	ANÁLISE SISTEMICA DOS AGENTES ESPECULADORES E SUAS REPERCUSSÕES.....	34
3.1	Participação Dos Agentes Especuladores No Boom E No Crash.....	36
3.1.1	<i>A Crise de 2008</i>	38
3.1.2	<i>Crise Financeira Asiática</i>	41
3.1.3	<i>Bolha da Internet</i>	46
4	CRESCIMENTO BASEADO NO CRÉDITO, ESPECULAÇÃO E PROGRESSO TÉCNICO.....	49
4.1	Análise Do Crédito – “C”	49
4.1.1	<i>Proposição Sobre o Ciclo do Crédito</i>	51
4.2	Análise Da Especulação Sobre Investimento – “E”	54
4.3	Desenvolvimento do Sistema Financeiro – “F”	56
4.4	Modelo Teórico - Função do Crescimento Econômico	60
4.4.1	<i>As Firms</i>	63
4.4.2	<i>Os Especuladores</i>	64
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	66
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

1 INTRODUÇÃO

A discussão sobre o desenvolvimento econômico estável sempre foi tema contraditório entre grandes debates econômicos. Se imaginarmos, porém, que o motor da economia seja o investimento, quem seria o combustível?

De fato, ao analisar como funciona os períodos de expansão e contração da economia (ciclo econômico), nota-se que normalmente nos períodos de expansão há um nível relativamente maior de liquidez que, conseqüentemente, gera um nível maior de investimento.

Para que ocorra um ambiente favorável ao investimento, uma série de fatores precisam ser satisfeitos. O trabalho de Gurley e Shaw (1955), por exemplo, tenta explicar como as estruturas financeiras e investimentos levam as flutuações econômicas. Os estudos sobre como as estruturas financeiras interagem com o ritmo do investimento agregado, acabaram sendo compartilhados pelos economistas pós-keynesianos e novos-keynesianos. Entretanto, os novos-keynesianos se sobressaem pela ideia das assimetrias de informações ocorridas nos mercados de capitais sobre os níveis de investimento.

Para Keynes (1983), a sua percepção de crescimento aliado com a especulação é sintetizada na seguinte passagem: “Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo”. (KEYNES, 1983, p.168).

Existe, então, uma relação muito próxima entre o nível de investimento e as estruturas financeiras de mercado utilizadas pelos especuladores nas suas interações do lado real da economia. Essas relações são melhores vistas na passagem de Sunkel (1976) que mostra os especuladores alocando recursos para as indústrias americanas, gerando um aumento significativo dos investimentos e, conseqüentemente, uma elevação na produtividade. Porém, a falta abrupta da especulação resultou em um baixo nível de liquidez comprometendo o fluxo de caixa (essencial para o investimento produtivo) e redução no preço dos ativos das empresas culminando em uma crise, como se segue:

A 19 de outubro deu-se o craque da Bolsa de Nova York, onde os valores bursáteis [ações] tornavam-se cada vez mais baixos e não encontravam compradores. A queda destes valores afetou as empresas. Os particulares

não conseguiram pagar as compras feitas a crédito e, por isto, limitavam a demanda ao mínimo; os bancos deixaram de conceder créditos; as fábricas ficaram com grandes estoques de bens sem compradores e de matérias-primas que não podiam transformar. Nestas condições, as empresas começaram a despedir grande parte do seu pessoal e, em pouco tempo, ficaram sem trabalho cerca de 12 milhões de trabalhadores; o resto da população ativa trabalhava por salários extremamente baixos; como consequência simultânea do desemprego e dos baixos salários as compras de consumo diminuíram substancialmente (SUNKEL, 1976, p.189).

Conforme a passagem acima, Sunkel (1976) relaciona o crescimento econômico ao capital especulativo. Porém, não sabemos ao certo como funciona o fluxo de capital especulativo e como ele afeta o lado real da economia.

A Teoria da Dinâmica Econômica, de Kalecki (1977), demonstra que a econômica se transforma constantemente, sendo ela dinâmica. Essa transformação não depende de tempo específico podendo ocorrer tanto no curto prazo quanto no longo prazo. Para Kalecki o nível de produção é responsável pelo crescimento econômico, sendo o primeiro que parte da demanda dos capitalistas por investimentos de bens de capital. Podemos então pensar o que está por de trás do nível de produção, quais são as variáveis que podem influenciá-la e com qual intensidade.

Todavia, para Schumpeter (1997), em sua Teoria do Desenvolvimento Econômico, o desenvolvimento das economias capitalistas não ocorreria de maneira natural, mas de uma maneira mais traumática, e só seria possível pela completa execução de um ciclo econômico. A mudança definitiva em qualquer determinante da oferta seria o ponto inicial de um ciclo. O ciclo econômico se realizaria a partir de uma alteração na estrutura produtiva advinda do empresário inovador, provocando lucros extraordinários, e desta forma, culminaria em uma nova tendência de crescimento de longo prazo da economia.

Pelo exposto, tanto os investimentos por parte da demanda quanto da oferta dependem de financiamento, crédito. Schumpeter (1997) coloca o papel do crédito como essencial para o desenvolvimento da indústria e para o surgimento de novas tecnologias.

Nem mesmo a ortodoxia mais conservadora dos teóricos pode negar que a estrutura da indústria moderna não poderia ter sido erigida sem ele [crédito], (...). (SCHUMPETER, 1997, p.79)

Minsky (1975; 2008), por outro lado, coloca o fator crédito como um dos elementos fundamentais na determinação do crescimento econômico. Ele parte do

pressuposto que a dinâmica cíclica seria resultado do comportamento *profit seeking* **das famílias e empresas**. A busca por melhores retornos (lucro), por parte destes agentes, culmina em constantes ampliações dos contratos de crédito, que são sancionados por inovações financeiras que ocorrem constantemente no sistema bancário. Desta forma, o fato dos agentes se comportarem em modo *profit seeking* direciona a economia de uma condição de relativa estabilidade para uma posição instável, resultado de uma fragilidade financeira. Essa visão que o autor possui é muito pertinente, já que a especulação é movida pela procura de ganhos incessantes.

Por outro lado, até que ponto essa liquidez (crédito), criada no mercado financeiro, alimentará ataques especulativos dos agentes econômicos (famílias e empresas) proporcionando descolamento dos preços dos ativos reais e, assim, financiando indiretamente a produção? Sunkel, então, nos dá uma ideia desse cenário: “(...) Neste sentido, convém destacar dois importantes ingredientes da crise: a superprodução e os violentos desajustes do crédito e dos valores bursáteis [ações]”. (SUNKEL, 1976, p.188).

1.1 Objetivos

1.1.1 Objetivo Geral

A partir das análises causais elucidados por Keynes, Minsky e Schumpeter, relacionar o crescimento econômico com o aumento no nível de especulação da economia.

1.1.2 Objetivo Específico

- a) Identificar as variáveis que possam afetar o nível de produção na economia;
- b) Elaborar um instrumento que permita avaliar um ciclo de crescimento econômico (*boom, crash*);
- c) Propor uma equação explicativa utilizando as variáveis especulação, crédito e desenvolvimento do sistema financeiro

1.2 Metodologia

A abordagem científica adotada neste trabalho utiliza-se dos métodos¹ hipotético-dedutivo, dialético e fenomenológico, embasando as ideias apresentadas de uma visão pouco explorada da importância do capital especulativo. Os resultados das ideias apresentadas neste estudo evidenciam uma abordagem mais apurada da visão dos principais economistas, entretanto não possuindo viés de contrassenso e sim do bom emprego das novas propostas levantadas para algumas lacunas pouco exploradas.

1.3 Hipóteses

O resultado esperado é que ocorra movimentos de expansão econômica em períodos de forte especulação no mercado financeiro. De modo oposto, quando movimentos especulativos tendem a cair no mercado financeiro, o nível das atividades econômicas segue viés de baixa puxando os resultados para baixo.

1.4 Estrutura

No primeiro capítulo será analisado o objeto de estudo. No segundo capítulo, a conceituação de especulação e especulador. Também, no mesmo capítulo, será elucidado o conceito de ciclos econômicos que se alternam em períodos de crescimento e queda das atividades econômicas. No capítulo terceiro, através das análises de casos, como o nível de especulação e o comportamento dos especuladores alteraram o desempenho do crescimento econômico. No último capítulo, através de uma equação matemática, medir a expansão das atividades econômicas pelo nível de especulação na economia.

¹ "(...) a primeira percepção ou impressão do fenômeno a ser investigado que nos auxilia a singularizar o conjunto de fenômenos que desejamos investigar, e adquirir intuitivamente uma noção preliminar do modo como eles se juntam". (VERCELLI 1991,p.5)

2 ARCABOUÇO TEÓRICO

O objetivo deste capítulo é trazer informações importantes para o entendimento do trabalho e, assim, obter uma visão geral e clara do objetivo central. Começarei conceituando o que é especulação e como ela se destoa do investimento elucidando suas diferenças.

Da mesma forma, explicarei brevemente a taxonomia do especulador para os diferentes pensadores, conceituando e explanando suas principais características para, assim, desenvolver melhor o seu papel na economia.

2.1 Conceituação de Especulação e Especulador

Keynes (1983, p.167) aplica “o termo especulação à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”. Na sequência ele diz que “quando um americano compra um investimento [título ou ação], está colocando suas esperanças não tanto em sua renda provável, mas em sua mudança favorável nas bases convencionais de avaliação, ou seja, que ele é, o sentido dado acima, um especulador”.

Porém, para que possamos aprofundar no conceito do termo especulação, precisamos distinguir entre o que é capital especulativo e capital produtivo. Schumpeter (1997) não diz claramente a diferença entre os dois, porém iremos partir da sua concepção de capital. O capital para o autor é um fundo de poder de compra utilizado pelos empresários para a aquisição exclusiva de meios de produção que denominaremos, de agora em diante, como sendo o capital produtivo.

O capital [produtivo] não é nada mais do que a alavanca com a qual o empresário subjuga ao seu controle os bens concretos de que necessita, nada mais do que um meio de desviar os fatores de produção para novos usos, ou de ditar uma nova direção para a produção. (SCHUMPETER, 1997, p.118).

Desta forma, o capital especulativo seria qualquer capital que não esteja associado aos meios de produção, sendo utilizado com a finalidade de especular na economia.

Seguindo esta dinâmica, para nós o conceito de investimento será o adotado por Keynes (1983), que nada mais é do que a alocação do capital produtivo na economia.

É importante compreender que em Keynes investimento significa aquisição de equipamentos do setor produtor de bens de capital, ampliação da capacidade produtiva e, finalmente, expansão da produção corrente de bens de capital. (KEYNES, 1983, p.12)

Para Schumpeter (ALBUQUERQUE, 2015, p.87) o mercado é composto por agentes especulativos e agentes produtivos. No caso do agente especulativo, ele possui a capacidade de adquirir ativos que representam determinada produção, enquanto que os agentes produtivos também podem exercer o papel do especulador em determinados casos. Porém o agente produtivo, na figura do empresário, traz inovações tecnológicas, enquanto que o agente especulativo somente espera obter um rendimento maior que o preço de seus ativos.

Poderíamos, então, resumir o conceito de especulação da seguinte forma: o agente especulativo utiliza-se do capital especulativo para sua interação na economia, enquanto que o agente produtivo (firmas e empresa) utiliza-se do capital produtivo para o investimento nos meios de produção.

O agente especulativo cede seu capital especulativo no processo de *profit seeking* para os agentes produtivos, que o transforma em capital produtivo quando utilizado no investimento produtivo.

Com relação a taxonomia da figura do especulador, Stiglitz (1989, p.12) divide os participantes do mercado especulativo em alguns grupos. Primeiramente, em um extremo, há um grupo de indivíduos que são basicamente desinformados. Eles gastam algumas horas por semana reunindo informações de fontes de segunda mão pois não almejam bater o mercado, simplesmente estão contentes em saber que não vão fazer pior do que a média do mercado.

No outro extremo estão os indivíduos altamente informados. Eles possuem informações altamente sigilosas. E, por último, há um terceiro grupo de indivíduos, os chamados *noise traders*. Eles acreditam que entendem como funciona o mercado de ações.

Todavia, somente os *noise traders* são capazes de gerar um descolamento do preço com relação aos seus fundamentos. Isso ocorre principalmente pelo fato de que estes especuladores acreditam que conhecem minuciosamente como a bolsa opera e não necessitam prever a evolução dos fundamentos que regem tais preços. Neste ponto, ocorre o descolamento dos preços, sendo que cabe aos traders racionais a

disseminar as informações pertinentes a correção destes preços baseados nos fundamentos econômicos.

Stiglitz (1989, p.5) também acredita que os traders são capazes de gerar liquidez, deste modo, uma excessiva liquidez causada por estes agentes especuladores ocorre pelo fato dos mesmos acreditarem que podem bater o mercado por meio de artimanhas individuais. Porém, ele não descarta a importância de um sistema financeiro desenvolvido para a obtenção de informações cruciais para a elaboração de estratégias individuais.

Veja que, para Stiglitz (1989, p.8), a liquidez dos mercados é função da existência dos especuladores individuais ou de especuladores ditos "tolos". Desta forma, o autor (1989, p.4) menciona que Keynes defendia que a especulação não era socialmente produtiva, mas que de fato interfere com o funcionamento eficiente economia.

Friedman (1953), coloca que o especulador exerce a premissa de ser um agente estabilizador, pois o ato de especular precede a realização de previsões. Essas previsões são baseadas em perspectivas que o agente possui a respeito da economia, sendo que a probabilidade para acertar tais previsões, parte da variável tempo. Desta forma, quanto menor o tempo de maturidade do investimento, maior a possibilidade de acerto, sendo que o inverso também é válido. O autor (1953, p.182) acredita que as pessoas que argumentam que a especulação é geralmente desestabilizadora raramente percebem que isso se deve, em grande parte, a dizer que os especuladores perdem dinheiro, uma vez que a especulação pode ser desestabilizadora em geral, apenas se os especuladores perderem dinheiro nas suas operações no mercado.

Friedman (1953, p.182) acredita que especuladores profissionais poderiam, em geral, ganhar dinheiro. A análise que o autor faz sobre os especuladores é de que eles observam o mercado e somente aqueles que possuem uma percepção mais real da trajetória dos fundamentos econômicos conseguem determinar como o mercado funciona. Desta forma eles conseguem, com um elevado grau de previsibilidade, antever a tendências de alta e, desta forma, conseguem realizar operações de lucro no curtíssimo prazo.

Com relação as quedas, o raciocínio segue de modo análogo, ou seja, o especulador consegue atenuar pontos de inflexão no mercado, amortecendo os movimentos e exercendo o papel de estabilização da economia.

Todavia, para Friedman quando se trata de prazos mais longos a eficácia dos agentes especuladores no fluxo de mercado tende a diminuir. Isso porque existe uma interdependência das séries de cotações com relação à atuação dos agentes especuladores, especialmente quando não existe mais o curtíssimo prazo.

Segundo Vincent Madrigal (1996), assim como Stiglitz (1989), informações privilegiadas de mercado são as maneiras mais comuns dos especuladores auferirem lucro no mercado. Normalmente estas informações são reflexos de resultados do mercado real da economia, podendo ser, como por exemplo, dados antecipados da balança comercial não esperado ou mudança de uma âncora para a contenção inflacionária. Desta forma, Madrigal as denominou de informações fundamentais, sendo que seus detentores são nomeados de especuladores fundamentalistas.

Existem especuladores que conseguem obter lucros sem possuir quaisquer informações privilegiadas, os chamados de especuladores não fundamentalistas. Para o autor, uma série de fatores podem influenciar a falta de informação para este grupo específico como, por exemplo, o tamanho dentro do mercado e o custo para obtenção destas informações.

Normalmente os especuladores não fundamentalistas tendem a seguir uma estratégia imitativa, ou seja, copiando os agentes especuladores fundamentalistas que possuem a posse de informações privilegiadas. Eles agem rapidamente auferindo lucro antes da disseminação total das informações no mercado. Desta forma, observam o mercado em busca de sinais das realizações dos primeiros lucros dos fundamentalistas e posteriormente engajam suas ações. É preciso entender que este modelo também serve para viés de baixa, para sair das posições que possuem tendência de queda nos preços.

Na concepção de Froot (1992), o especulador age muito mais baseado na percepção do que ocorre no mercado, isto é, eles acreditam na tendência, convenção ou percepção. Neste caso eles são incapazes de determinar oscilações nos preços dos ativos baseados nos fundamentos da economia. Os especuladores possuem características semelhantes aos de Keynes, aonde o fator principal seria a analogia aos acúmenes do mercado em detrimento dos reais fundamentos da economia. Todavia, não se subestima o comportamento deste especulador como sendo irracional por relevar metodologias em suas análises. Estes agentes estão sempre presentes no mercado fornecendo liquidez (*liquidity trader*), isto é inerente a eles próprios.

Para Keynes (1936), a antecipação da psicologia de mercado é a base para a concepção da figura do especulador, isto é, não obedece quaisquer análises baseadas em valores fundamentais ou outros parâmetros. Seria uma concepção parecida com a de Froot, que entende que o horizonte de atuação é de curtíssimo prazo e não caberiam análises complexas para um prazo tão curto.

[...] as decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender da estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas alternativas, calculando sempre o que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes diante do capricho, do sentimento ou do azar. (KEYNES, 1936, p.134).

Keynes entende que o especulador é um agente que está focado em descobrir a trajetória da opinião média do mercado, prevendo a tendência dos preços para se antecipar a esta trajetória e conseguir realizar lucros.

[...] provavelmente, a maior parte das nossas decisões de fazer algo positivo, cujo efeito final necessita de certo prazo para se produzir, deve ser considerado como manifestação do nosso entusiasmo (animal spirits) – como um instintivo espontâneo para agir, em vez de não fazer nada –, e não como resultado de uma média ponderada de lucros quantitativos multiplicados pelas probabilidades quantitativas. (KEYNES, 1936, p.133).

Podemos entender que a tomada de decisão de um agente especulador é guiada por um comportamento baseado em as suas expectativas com relação ao futuro próximo, que não se apoiam exclusivamente em análises racionais dos fatos, mas em uma postura otimista para entrar em um ambiente incerto. (MOLLICA, 1999, p.93).

Este impulso inato faz parte do raciocínio central de Keynes em sua obra. O autor referência esse impulso como sendo o “animal spirits”, o responsável pelas decisões de interagir com o mercado financeiro em um ambiente de incertezas por parte dos agentes especulativos. Desta forma, estes agentes não são regidos por uma lei puramente matemática, mas está ligado, ao que ele definiu, a uma espécie de instinto construtivo, relacionando a um movimento de maior ou menor grau de confiança.

2.2 A Abordagem da Especulação em Minsky

Minsky (1975) parte do conceito dos fluxos monetários gerados entre as unidades de uma economia, levando em consideração as escolhas de portfólio relacionando a alocação da riqueza e o financiamento. Em outras palavras, o autor faz um estudo sobre a analogia de ativos e passivos de um mesmo portfólio, ocasionando um fluxo monetário e como estes fluxos interconectam as várias unidades.

Os fluxos de recebimento constituem toda e qualquer forma de retorno que um ativo que pertence a um portfólio pode ter. Um exemplo seria a venda de alguma mercadoria ou serviço, realizada pela via produtiva ou inclusive, através da distribuição de lucros e dividendos pela posse de ações ou taxa de juros paga pela posse de um título.

Todavia, a Hipótese da Instabilidade Financeira (HIF) de Minsky (1992), demonstrou que é exatamente o comportamento das decisões dos agentes, por meio da tomada de posições financeiras mais arriscadas, em busca de um maior lucro, que geram desequilíbrio. Porém, Minsky não conceitua o agente como especulador, mas sim que o ele assume um maior risco nas suas tomadas de decisão.

Segundo Minsky (1994b, p. 21-22), o que está sendo proposto em sua Hipótese de Instabilidade Financeira (doravante HIF) é que tendo uma economia um sistema financeiro avançado, complexo e constantemente aprimorado, é capaz de ocasionar períodos, onde o comportamento dos agentes se alternam, estável e turbulentos. Também, esta alternância é endógena à economia capitalista, pois parte do interesse próprio dos agentes individuais partindo de períodos estáveis. Entretanto, como dito, a busca do interesse próprio por parte dos agentes acabará por gerar um novo ciclo expansivo, acarretando o surgimento de uma nova onda especulativa.

Quando em períodos turbulentos, as instituições deverão realizar uma organização nos mercados para que surja um novo regime de estabilidade, sendo provável que esse novo regime seja acompanhado de um baixo nível de atividade econômica

Os agentes econômicos possuem expectativas míopes quanto ao futuro, ou seja, quando não há fatos novos suas posições são consideradas estáticas. Deste modo, a falta de certeza, com relação a rendas futuras, gera instabilidades nas expectativas refletindo no preço dos ativos. Através da HIF, a variação no grau de

confiabilidade dos agentes econômicos dita o ritmo de crescimento da economia conforme citação seguinte.

O cálculo do valor do ativo particular ou de uma coleção de ativos é dividido em dois estágios para Minsky. No primeiro, a expectativas com relação ao valor presente de um ativo de longo prazo reflete o rendimento esperado resultando em um estado de confiança do agente econômico. No segundo estágio, diminui o grau de confiança dos agentes, confiança essa que é crucial para a determinação dos preços de mercado dos ativos (MINSKY, 1982, p.129-130).

Em síntese, a tese do autor demonstra que, resumindo, através de sua HIF, ao longo do ciclo econômico o grau de confiabilidade dos agentes muda entre períodos que vão de um estado de tranquilidade para um período de instabilidade, normalmente acompanhado por um *boom* econômico.

Supomos que dois tipos de períodos podem ser distinguidos: um no qual crenças são mantidas com confiança em relação à probabilidade de estados alternativos da natureza ocorrer dentro de algum horizonte de tempo; e um segundo no qual tais crenças são muito inseguras... Durante este segundo período, quando a denominada incerteza de ordem superior está presente, baixos valores relativos são atribuídos a ativos cujo valor nominal depende do desempenho da economia [refere-se a ativos de capital, ações, ativos financeiros]- Em períodos de incerteza de ordem superior, ver-se-á portfólios mudando para ativos que oferecem proteção contra grandes declínios nos valores nominais [basicamente moeda e títulos públicos]. Embora flexibilidade seja quase frequentemente uma virtude, o prêmio sobre ativos que permitem flexibilidade será maior em tais períodos de incerteza de ordem superior (...). (MINSKY, 1982, P.131).

A HIF demonstra o comportamento dos agentes em face de um crescente endividamento em função de uma crescente necessidade de financiamento de seus investimentos. Esse comportamento se relaciona com a do ciclo econômico, que é inerente nas economias capitalistas em um período de instabilidade.

Minsky, assim como em grande parte dos economistas keynesianos, discordava da tese presente da síntese neoclássica de que o crédito, responsável pelo financiamento dos investimentos, era oriundo das poupanças existentes. Desta forma, poupança e crédito não precedem o investimento. Segundo ele, cria-se crédito em prol da busca por lucros e, deste modo, a alavancagem e o investimento antecede a poupança e força com que ela financie a sua expansão. Em outras palavras, o processo de criação de crédito, que é incentivado pela busca de lucro, resulta em uma

instabilidade e, desta forma, o setor financeiro, que é intrinsecamente instável, transfere essa instabilidade para outros setores da economia.

A economia está sujeita a mudanças devido à volatilidade do investimento e por isso que as variações de renda, emprego e crescimento econômico são explicadas. Desta forma, os instrumentos financeiros e os bancos são tão importantes para essa teoria, pois são considerados desestabilizadores endógenos. As instituições bancárias tendem a buscar a lucratividade elevando o passivo nos períodos de expansão econômica aumentando a sua exposição ao risco.

Também, Minsky divide em três relações distintas as unidades econômicas, das quais são nomeadas de Hedge, Especulativa e Ponzi.

Hedge são aqueles que conseguem cumprir com o pagamento de todas as suas obrigações contratuais (amortização e juros) com o seu próprio giro de capital. Os especuladores apesar de não conseguir arcar com o pagamento do principal, eles conseguem pagar os juros e acreditam que no futuro poderão rolar a dívida. Entretanto o Ponzi sabe que não conseguirá arcar nem com a amortização e nem com os juros.

Hedge financing units are those which can fulfill all of their contractual payment obligations by their cash flows: the greater the weight of equity financing in the liability structure, the greater the likelihood that the unit is a hedge financing unit. Speculative finance units are units that can meet their payment commitments on "income account" on their liabilities, even as they cannot repay the principle out of income cash flows. Such units need to "roll over" their liabilities: (e.g. issue new debt to meet commitments on maturing debt). Governments with floating debts, corporations with floating issues of commercial paper, and banks are typically hedge units. For Ponzi units, the cash flows from operations are not sufficient to fulfill either the repayment of principle or the interest due on outstanding debts by their cash flows from operations. (MINSKY, 1992, p.7)

Podemos então constatar que o sistema bancário nunca será o fator limitante para abastecer o mercado com mais uma rodada de crédito mesmo que isso implique em uma instabilidade no sistema. Minsky (1992) conclui que o primeiro teorema da HIF é o financiamento econômico de regimes estáveis e instáveis. O segundo é que em períodos de prosperidades prolongados, a economia transita de relações financeiras de um sistema estável para um sistema financeiro instável. Além disso, se uma economia possuir um corpo considerável de unidades financeiras especulativas o estado tenderá a inflação, e as autoridades tentaram “exorcizar a inflação” via restrição monetária. Em seguida, as unidades especulativas se tornarão unidades Ponzi e o valor líquido de unidades anteriormente Ponzi irão evaporar rapidamente.

Veja, porém, que este trabalho, ao contrário de Minsky, não prevê que as unidades se tornam especulativas em períodos de estabilidade. Este trabalho propõe que os agentes sempre são especulativos e que períodos de estabilidades instigam um aumento significativo desta atividade propiciando um boom econômico.

2.3 A Especulação no Mercado de Ações e Investimento.

Segundo Fischer e Merton (1984) existem duas vertentes sobre o mercado de ações, um em finanças e o outro na macroeconomia. Porém, é importante demonstrar que existem muitas diferenças importantes entre o entendimento destes campos. Em finanças, o mercado de ações é o mais importante objeto de estudo no que diz respeito às decisões de investimento das empresas. Nas diferentes modelagens macroeconômicas, todavia, tende-se a atribuir um papel relativamente menor para o mercado de ações nas decisões de investimento. É importante frisar que o mercado de ações sofreu o primeiro impacto das últimas seis das dez recessões, sendo o nível de especulação no mercado de ações um bom indicador para o nível de investimento econômico.

Uma das explicações para o desprezo do mercado de ações em macroeconomia pode ser a visão de que, porque o mercado de ações oscila excessivamente mediante a especulação, gestores racionais tendem a prestar pouca atenção a esse mercado quando formulam seus planos de investimento. Este ponto de vista é infundado, demonstrando que os gestores racionais vão reagir a mudanças no nível de especulação das ações, mesmo que o mercado de ações oscile excessivamente.

Os autores consideram que embora a maioria concorde que as decisões de investimento e de financiamento das empresas, juntamente com o estudo do comportamento dos mercados e instituições financeiras, estão dentro da esfera do campo das finanças. Uma descrição mais ampla do assunto seria o estudo do comportamento individual das famílias na alocação intertemporal de seus recursos em um ambiente de incerteza e do papel das organizações econômicas do sector privado no sentido de facilitar essas alocações. A macroeconomia analisa o comportamento de toda a economia e, portanto, por definição, baseia-se na área de finanças.

Todavia, tanto o campo da macroeconomia quanto o da finança possuem um interesse comum na modelagem dos mercados financeiros e precificação de ativos.

Alguns exemplos claros são as teorias da estrutura das taxas de juros, funções de demanda de portfólio e as decisões de investimento das empresas. Modelos de otimização Intertemporal são amplamente utilizados em ambos os campos, a ênfase do uso desses modelos em macroeconomia tem sido a analisar as decisões de consumo e investimento. Em finanças, eles fornecem a base para as demandas de ativos, precificação de ativos de capital de equilíbrio, e as decisões de investimento das empresas.

Para Fischer e Merton (1984, p.3) embora o papel do risco e da incerteza é central em cada uma dessas áreas, talvez não seja surpreendente que o campo das finanças possua o seu foco sobre os preços de segurança, por colocar maior ênfase na análise explícita da incerteza. Diferentemente das análises dos riscos nas decisões de investimento das empresas que parte do campo da macroeconomia. A incerteza é a principal variável estudada pelo campo das finanças, sendo que a ausência de incerteza, coloca em xeque esta vertente. Isso porque sob certeza, todos os títulos são substitutos perfeitos (exceto para diferentes tratamentos fiscais) e, portanto, apenas um mercado financeiro é necessário para a economia. Decisões de investimento das empresas, além disso, não requerem nada mais do que um cálculo do valor presente sobre os fluxos futuros de caixa conhecidos descontados à taxa de juros conhecida. É a complexidade da interação de tempo e a incerteza que fornece excitação intrínseca para o estudo do campo das finanças.

Exemplificando a direção de duas vias do fluxo de ideias entre finanças e macroeconomia os modelos se conectam explicitamente a distribuição de retornos de ativos financeiros com técnicas de produção do setor real. Existem algumas tentativas mais ambiciosas para integrar os dois campos. A noção de que arranjos para lidar com o risco pode ter consequências macroeconômicas importantes é refletida em uma vertente da análise de contratos de trabalho.

A abordagem de equilíbrio expectativas racionais à macroeconomia desenvolvida nos últimos quinze anos é uma tentativa baseada na informação para explicar o ciclo de negócios e não neutralidade da moeda.

A informação também pode ser usada para explicar a dinâmica dos preços de ativos, prevendo comportamentos especulativos. É importante configurar o papel dos especuladores no mercado de ações em macroeconomia sobre a tomada de decisão do investimento na esperança de que este incentive o aprofundamento das pesquisas no campo financeiro e no campo da macroeconomia. Embora as empresas

financiarem uma parte significativa dos seus investimentos por dívidas, os preços das ações provem uma indicação para a administração e escolha do investimento por parte das empresas. Estes preços também servem como uma medida de desempenho para decisões de investimento passadas. Em contraste, a macroeconomia atribui um papel relativamente menor para a especulação no mercado de ações e, conseqüentemente, nas tomadas de decisões de investimento. Apesar das contribuições de alguns autores que dão bastante importância da especulação sobre as ações e a outros mercados de ativos, a macroeconomia tem limitado os mercados financeiros em mercado monetário e de dívida. Este enfoque, especialmente no que diz respeito à política, é sublinhada pelas discussões atuais sobre os efeitos da política monetária e fiscal sobre o investimento que são dominados pelos altos níveis de taxas de juros reais no mercado de títulos.

Existem algumas possíveis explicações para a falta de ênfase no funcionamento do mercado de ações em análises macroeconômicas do ciclo de negócios ou investimento. Uma delas é que pode haver uma crença generalizada de que, como uma questão empírica, o mercado de ações é um pobre medidor da taxa de investimento e de outros componentes do PIB.

A falta de proeminência no mercado de ações pode ser uma desconfiança generalizada da confiabilidade dos preços das ações como indicadores ou causas de investimento, porque acredita-se que os participantes do mercado de ações são bastante mal informados e, ou, que os preços das ações são significativamente influenciados pelas ondas irracionais de otimismo e pessimismo entre os especuladores. A descrição de Keynes para o mercado de ações como um casino atingiu esse acorde, que continua a vibrar simpaticamente entre os macroeconomistas ainda hoje.

Fischer e Merton (1984, p.33) acreditam que o impacto do “animal spirit” dos investidores sobre o investimento é basicamente simétrica. Se os gestores acreditam que os preços das ações estão elevados em relação aos fundamentos, então eles vão aumentar a taxa de investimento. Uma vez que a principal oportunidade de reinvestimento para os acionistas que recebem pagamentos de dividendos seria em títulos financeiros a preços inflacionados (e, portanto, as taxas baixas), os gestores racionais reteriam mais capital para os seus investimentos, em vez de aumentar as taxas de dividendos emitindo mais ações. Com a venda de novas ações a um preço elevado, a empresa poderia aumentar o seu capital com custos menos elevados e,

assim, de forma rentável, empreender projetos que não seriam justificáveis. Os atuais acionistas se beneficiariam de fluxos de receitas futuros associados ao capital financiado por rendimentos de capital irracionalmente baixa. Assim, os gestores vão ajustar as despesas de investimento em resposta ao preço das ações.

Fischer e Merton (1984, p.41) acreditam que o mecanismo pelo qual alterações nos preços de mercado das ações influenciam na mudança do investimento funciona de maneira racional ou irracional. Embora esse mecanismo de distinção não pode, sob certas condições, ser uma maldição, para outros pode ser uma bênção. Se, por exemplo, gestores através de suas análises chegarem à conclusão que a precificação dos preços das ações de sua empresa está muito baixa, a avaliação do mercado poderá demonstrar que as análises dos gestores estão equivocadas e que merece correção. Então este mecanismo leva os gestores a tomar as decisões de investimento certo (embora, pelas razões erradas).

Assim, para Fischer e Merton (1984, p.42) mesmo se o gestor acreditar que o mercado poderia variar excessivamente com a especulação, as informações de mercado poderá ser um predecessor racional dos valores de investimento pelas suas perspectivas de lucros futuros. Desta forma, ele irá usar os preços das ações para a formulação dos seus planos de investimento. Desta forma, a incerteza sobre a mudança de preço das ações servirá para fortalecer ainda mais o efeito das mudanças sobre o investimento. Concluimos, portanto, que os planos de investimento dos gestores racionais vão reagir às mudanças de preços de ações, mesmo que os gestores têm boas razões para acreditar que os preços das ações oscilam excessivamente pela especulação. Como foi mostrado, as mudanças nos preços das ações preveem mudanças considerável no investimento buscando melhores captações financeiras em relação as taxas de juro reais.

O foco principal desta seção tem sido a demonstração do mecanismo pelo qual os preços das ações afetam o investimento como uma questão empírica. Consideramos então o mercado de ações como sendo racional. Os preços das ações afetam o investimento, mesmo que eles flutuem excessivamente, a resolução desta questão empírica é de grande importância para a alocação eficiente de recursos.

Fischer e Merton (1984, p.49-50) afirmam que quando há bolhas especulativas, a probabilidade de um retorno aos fundamentos é apenas suficiente para se equiparar a perda de capital que irá ocorrer se o preço das ações cair, podendo ser compensado pela probabilidade de ganho obtido pela rápida ascensão no preço do ativo. No caso

de uma ampla mudança nas expectativas dos participantes no mercado, poderia causar realocações de recursos movendo a economia para um novo equilíbrio no qual não existem lucros excessivos. Por exemplo, um aumento no pessimismo dos especuladores poderia resultar em taxas mais baixas de investimento, com níveis de produção mais baixos, que geram lucros mais baixos e que justificam o pessimismo. Embora a volatilidade excessiva poderia, em princípio, ser detectado se equilíbrios reais não forem mais racionais, tais testes não detectariam as expectativas dos investidores em movimentar a economia entre os diferentes equilíbrios racionais

Para Olivier Blanchard, Changyong Rhee e Lawrence Summers (1990) afirmam que nos últimos anos, os economistas começaram a levar a sério a ideia de que o mercado de ações nem sempre oferece a melhor estimativa disponível do valor fundamental das empresas. Os estudos teóricos e empíricos levaram a um aumento do interesse nas teorias de flutuações do mercado que enfatizam o papel dos empresários ou bolhas especulativas. Se os movimentos do mercado não refletem as variações no valor fundamental, é natural perguntar se a resposta econômica aos movimentos do mercado será diferente dependendo de sua causa. Os autores colocam que esta questão assume particular importância à luz do fracasso do colapso do investimento em se materializar e, a partir daí, tentam resolver a evidência teórica e empírica sobre se e como o investimento responde a mudanças nos fundamentos e no valor de mercado. Existe uma inferência nas tomadas das decisões de investimento por parte dos gestores, se estes sigam os sinais dados pelo mercado de ações à valorização do seu capital pelos mercados de ativos. Esta questão assume uma importância considerável, dado que há evidências de que os preços das ações podem muitas vezes desviar dos valores fundamentais. Como vimos anteriormente, Fischer e Merton (1984), em contraste argumentaram que as empresas devem investir de acordo com o valor de mercado.

Blanchard, Rhee e Summers (1990) levantam a questão se devemos esperar uma estreita relação entre o investimento e o mercado de ações. Os autores argumentam que a avaliação de projetos de investimento por parte dos gestores de empresas e a valorização do capital existente no mercado não coincidem. Uma das razões seria que os dois vão ser diferentes sempre que o lucro marginal e média de lucro forem diferentes.

O que os gestores deveriam fazer se as suas avaliações de investimento forem diferentes da do mercado? Há três razões pelas quais isso pode acontecer. Primeiro,

o mercado especulativo pode ter menos informação do que gerentes. Em segundo, mesmo se os conjuntos de informações forem às mesmas, o mercado pode não valorizar os ativos ao seu valor fundamental, e a avaliação de mercado inclui uma bolha especulativa racional. Em terceiro lugar, o mercado pode estar sujeito a modas que causam desvios de avaliação de mercado podendo desviar seus fundamentos para longos períodos de tempo. Embora, o excesso de retorno esperado nas estratégias de compra na baixa e venda na alta, é arriscado o suficientemente para que o mercado não elimine o desvio. Suponha que, para qualquer uma dessas razões, a avaliação de valor de mercado se desvie da avaliação dos gestores, os gestores devem simplesmente ignorar o espetáculo proporcionado pelo mercado de ações e agir de acordo com os fundamentos que eles possuem.

Blanchard, Rhee e Summers (1990) argumentam que os gestores devem investir no ponto onde o produto marginal é igual à taxa de grau de risco. Porém, este argumento estaria correto se o mercado de ações for, de fato, puramente um espetáculo. Em outras palavras, se a sua única função dos especuladores fossem valorizar projetos existentes e, se os acionistas existentes nunca se desfizessem de suas ações. Neste caso, a empresa poderia se financiar por meio de empréstimos com taxa livre de risco e estaria agindo no interesse dos seus proprietários, ignorando a avaliação do mercado de ações. Contudo o mercado de ações é também um mercado onde as empresas podem emitir novas ações e em que os especuladores existentes podem realizar ganhos de capital com a venda a outros potenciais compradores. O preço que o mercado coloca essas ações é, portanto, relevante para as decisões de investimento. A possibilidade de novas emissões de ações foi enfatizada por Keynes (1936, p.151). Ela é à base da segunda resposta para a relação entre o investimento e o mercado de ações, uma resposta articulada por Fischer e Merton (1984).

Como vimos anteriormente, Fischer e Merton argumentaram que decisões de investimento devem basear-se no valor de mercado de ações. Seu argumento é simples: se o mercado está pronto para aceitar uma menor taxa de retorno, a empresa deve, então, investir até que o produto marginal do capital seja igual à taxa de retorno. Se nesse ponto o mercado estiver pronto para adquirir ações a este nível de preços, a empresa deve emitir novas ações e investir em si. Também, os atuais especuladores detentores destas ações terão realizado um lucro em cada nova ação que foi emitido. Dirigindo o investimento para o ponto onde a valorização do mercado de capitais é

igual ao seu custo de reposição maximiza a riqueza dos especuladores existentes. Assim, Fischer e Merton argumentam, o investimento deverá responder aos movimentos do mercado de ações. Este, porém, não é o fim da história, e há pelo menos três razões pelas quais o argumento de Fischer-Merton é incompleta.

Em primeiro lugar, dentro da lógica do argumento, a melhor estratégia para a empresa é de fato a emissão de novas ações, mas utilizar os recursos não para investimento físico, mas para empréstimos com um grau de risco menor, por exemplo, para comprar títulos do Tesouro. Isso ocorre porque os empréstimos à uma taxa livre de risco é equivalente a investir em uma tecnologia de retornos constantes. Na verdade, empurrando este argumento à sua conclusão lógica, a estratégia ideal, nessa ocasião seria emitir uma quantidade infinita de ações e investir os recursos em ativos livres de risco. Mas isso leva ao segundo argumento segundo os autores.

A emissão de novas ações e a decisão de usar os rendimentos para comprar títulos do Tesouro ou para investimento físico são invariantes para as ações da empresa. Desta forma, realizar captações a partir de novas emissões de ações usando esses rendimentos para investir em oportunidades que não seja o investimento produtivo da própria empresa poderia estourar uma bolha. Isto é, a bolha pode estar no capital da empresa do que na própria empresa. Por todas estas razões, empresas podem estar relutantes em mudar os seus planos de investimento para usufruir de investimentos não produtivos. Veja que os autores colocam as próprias empresas como especulativas quando elas arriscam seus investimentos em outros ativos financeiros colocando a ideia de que os agentes produtivos também podem exercer o papel do especulador em determinados casos como vimos anteriormente.

Em terceiro lugar, a emissão de novas ações deverá sempre beneficiar os atuais especuladores detentores destes papeis. Quando existe uma melhor informação por parte dos gestores, os autores colocam que existe uma transferência racional de valores entre os novos acionistas para os já existentes. No caso de bolhas racionais, a transferência dos valores futuros, ou seja, valor pago as ações das empresas pelos novos acionistas aos acionistas existentes, não são ainda piores no valor esperado da venda futura, uma vez que racionalmente eles esperam recuperar o alto preço de compra, vendendo a um preço ainda mais alto para os outros novos acionistas em o futuro. Além disso, em um caso de transparência de informações, se o dinheiro de novas emissões de ações é usado para investimento físico, ele força o

produto marginal para baixo, afetando negativamente o conjunto de acionistas, dentre eles os novos.

Enquanto a nossa discussão sobre o argumento de Fischer-Merton se procedeu sob a suposição na emissão de novas ações por parte das empresas, questões semelhantes surgem quando enfatizamos tanto a emissão e/ou a recompra dessas ações. Nesse caso, o especulador irá realizar seu ganho apenas quando ele vender as suas próprias ações. Assim, o que os gestores devem fazer dependerá de suas percepções quanto ao valor de mercado de suas ações em relação aos fundamentos, e do tempo em que os especuladores esperam segurar essas ações. Em outras palavras, para Blanchard, Rhee e Summers (1990) os gerentes que estão preocupados principalmente com seus acionistas de longo prazo devem seguir seus próprios julgamentos em vez do julgamento do mercado na avaliação de projetos de investimento. Mas os gerentes das empresas cujos níveis de especulação tenham horizontes curtos devem seguir Fischer e Merton e investir em relação ao valor de mercado. Eles podem de fato ter um forte incentivo para fazê-lo na medida em que a compensação gerencial (em sentido lato) está ligada em parte a justiça do seu desempenho do mercado.

3 ANÁLISE SISTÊMICA DOS AGENTES ESPECULADORES E SUAS REPERCUSSÕES

Para entendermos como o capital especulativo consegue proporcionar liquidez para o lado produtivo da economia, financiando o investimento, é fundamental compreendermos o comportamento dos agentes especuladores.

Keynes (1983, p.162) coloca a organização dos mercados financeiros como sendo de grande importância para os investimentos, pois através destes, o capital especulativo poderia alcançar diversos mercados. A bolsa de valores consegue proporcionar a reavaliação dos investimentos realizados de maneira mais acelerada. Isso significa que “se um agricultor, tendo examinado seu barômetro após o café da manhã, pudesse decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e às onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde, durante a semana”. (KEYNES, 1983, p.162).

Se levantarmos a proposição de que os agentes especulativos interagem, sendo um destes canais de interação, nas bolsas de ações promovendo crédito ao investimento via capital especulativo, então, “as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente”. (KEYNES, 1983, p.162).

Keynes (1983, p.165), coloca o investidor e o especulador na mesma categoria, possuindo como característica a não alocação de recursos no longo prazo, pois previsões sobre um longo período tendem ser abalizadas. Entretanto, eles tendem a “prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral”. Com isso, especulador se preocupa “com o valor que lhe atribuirá o mercado dentro de três meses ou um ano sob a influência da psicologia de massas”, diferentemente daqueles que somente interessavam guardar por um período maior de tempo.

“Dessa maneira, o investidor profissional sente-se forçado a estar alerta para antecipar essas variações iminentes nas notícias ou na atmosfera que, como demonstra a experiência, são as que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado. Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada “liquidez”. (KEYNES, 1983, p.165).

A atuação do especulador, ou do investidor especulativo, depende principalmente do seu estado de confiança. Este estado de confiança é imprescindível para a economia, pois “uma baixa violenta no preço das ações, que produz um efeito desastroso sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada pelo enfraquecimento seja da confiança especulativa”. (KEYNES, 1983, p.167).

Keynes (1983, p.168) demonstra que o especulador não causaria danos em um cenário de fluxo constante de empreendimentos. Porém, posteriormente o próprio autor levanta o paradoxo de que liquidez do mercado financeiro tanto dificulta novos investimentos, quanto os facilita. Se, por ventura, o mercado não fosse líquido, ele perderia a sua atratividade gerando resultados negativos para novos empreendimentos. Isso porque “na medida em que um indivíduo possa empregar sua riqueza entesourando ou emprestando dinheiro, a alternativa de adquirir bens reais de capital não seria bastante atraente (sobretudo para a pessoa que não maneja esses bens e pouco sabe a respeito deles), exceto organizando mercados onde esses bens possam converter-se facilmente em dinheiro”. (KEYNES, 1983, p.169).

Albuquerque (2015, p.117), citando Minsky, coloca o financiamento como atividade especulativa, isto é, o agente que toma emprestado e empresta recursos financeiros estão especulando. As instituições financeiras acabam ficando reféns do sucesso da atividade especulativa do devedor. “O financista tem como ativo os empréstimos que realiza, mas também é responsável por saldar dívidas com os seus próprios credores, que por sua vez ficam reféns do sistema”.

Minsky relaciona o comportamento cíclico e inerentemente instável das economias capitalistas ao crescente endividamento sistêmico dos agentes em busca de financiamento dos seus investimentos, entretanto pensaremos de maneira dessemelhante. Consideraremos que, diferente dos agentes que procuram financiamento dos seus investimentos, o fator primordial é busca dos agentes especulativos por lucros crescentes fazendo com que os mesmos se arrisquem cada vez mais. Essa primeira onda supriria as necessidades de financiamento dos agentes para seus investimentos. A segunda onda faria os preços dos ativos aumentarem causando instabilidade no sistema.

O que limita a captação de recursos pelas empresas nos mercados, é o volume de capital especulativo na economia. O oposto também é válido, o aumento no nível de especulação força uma elevação nos preços dos ativos financeiros, esse

movimento incentiva a empresa a assumir uma postura mais arriscada emitindo títulos e ações que, por consequência, espera ampliar seus investimentos produtivos.

A teoria keynesiana, concomitantemente Minsky, discordava que a poupança precedia o investimento, assim, o crédito é criado num contexto de busca por lucros e, dessa forma, a alavancagem e o investimento precedem a poupança e forçam com que ela financie a sua expansão. Porém, todos os títulos de crédito possuem um lastro monetário, ou seja, uma liquidez em moeda. Essa liquidez, poupança em moeda corrente, é imprescindível para dar volatilidade ao capital especulativo. Analisaremos, posteriormente, melhor essa questão no Ciclo do Crédito.

Minsky considera os bancos comerciais como desestabilizadores endógenos, possuindo grande relevância em sua teoria. A busca por crescente lucratividade faz com que eles elevem seu passivo nos períodos de expansão econômica, diminuindo suas margens de segurança. Na outra via, em períodos de crescimento, os agentes econômicos tendem a aumentar a sua taxa de alavancagem através de altos níveis de confiança, tornado possível o aumento do consumo e investimento. Desta maneira são formadas as bolhas, que em cima de expectativas otimistas, se frustram por fatores exógenos, como mudança no ciclo do negócio, deixando os agentes mais alavancados em situação de vulnerabilidade.

Porém, a crise está relacionada diretamente na fuga do capital especulativo, que em momentos de enfraquecimento da confiança especulativa, buscam a segurança da liquidez. Esse movimento faz com que os preços dos ativos financeiros caiam e, como os ativos financeiros são derivados de ativos reais, todos seguem tendência de queda. Isso não depende dos agentes bancários e nem dos agentes produtivos, mas sim dos agentes especulativos.

3.1 Participação Dos Agentes Especuladores No Boom E No Crash

Economistas financeiros possuem cada vez mais dúvidas sobre a visão de que os preços do mercado refletem de forma eficiente valores fundamentais de uma empresa. Enquanto a maioria da literatura enfatiza as implicações da má precificação de ativos no mercado, poucos estudos estão voltados às consequências da má precificação para o lado real da economia. Como vimos, Fischer e Merton (1984) argumentam que os gestores devem aproveitar os preços irracionalmente baixos de

desconto para o capital das suas empresas através da emissão de ações e investir os recursos.

Foi necessário analisar (capítulo 4) se o componente "irracional" de avaliação de uma ação afeta o investimento real. Se os preços das ações influenciar a economia real, se torna uma preocupação relevante quando os mercados geram bolhas nos preços dos ativos. Em face da má precificação generalizada, pode ser bastante difícil para arbitrar uma redução nos valores das ações de volta a valores fundamentados. Arbitragem comercial seria muito arriscada, pois em um mundo onde os empresários detêm recursos limitados, um erro poderá causar um distúrbio muito elevado conforme vimos anteriormente, podendo surgir e se espalhar rapidamente através de diferentes títulos e setores da economia. Fundamentalmente, as empresas possuem um monopólio natural através da oferta de novos títulos.

Nesse contexto, uma série de perguntas surge:

- I. Será que os gestores das empresas tiram proveito dos erros na precificação das ações durante bolhas?
- II. Ou será o inverso, uma forte liquidez promovida no mercado pelo alto nível de especulação seria capaz de forçar os empresários a captarem mais?
- III. Se sim, o que as empresas fazem com o capital da venda de ações supervalorizadas? Será que eles poupam ou investem?
- IV. O valor é criado ou destruído no processo?

As respostas a estas perguntas podem lançar luz sobre as consequências econômicas do mercado pela (má) valorização. Quando os administradores trabalham para o melhor interesse dos acionistas, o argumento de Fischer-Merton diz que eles devem vender ações de suas empresas, sempre que o capital próprio é "supervalorizado". Os gestores devem fazê-lo, mesmo quando a sua avaliação privada da produtividade do investimento é inferior à dos investidores.

Os antigos acionistas esperam vender suas posições aos novos acionistas por um preço mais alto, assim como os novos acionistas também esperam. Segundo Blanchard, Rhee e Summers (1990), os gestores terão incentivos conflitantes quando vender ações sobrevalorizadas e, ao invés de alocar esses recursos na produção, investir os recursos em caixa em títulos com taxa de juros mais atraentes do que sua produção. Isso tornaria as empresas de agentes produtivos em agentes especuladores como vimos antes em Schumpeter, no capítulo 2.1.

O crescimento econômico acompanha o movimento especulativo na economia. Em momentos de forte expansão, em face a uma elevação das atividades especulativas, surgem os booms econômicos e em momentos de forte contração surgem às crises econômicas. Esse capital especulativo faz com que os agentes produtivos sejam incentivados a produzirem cada vez mais para ganharem maior fatia do mercado consumidor, como vimos em Schumpeter. Quando o nível de produção não acompanha os investimentos sofremos uma valorização artificial nos preços dos ativos gerando instabilidade econômica.

Conclui-se que a instabilidade surge quando os agentes especulativos mudam sua percepção de rentabilidade sobre o ativo financeiro. Isso gera uma repercussão positiva ou negativa na economia. A economia poderá sofrer de maneira global, onde o capital especulativo flui ao redor do mundo procurando mercados mais lucrativos.

3.1.1 A Crise de 2008

Feldstein (2007, p.1) relaciona a crise de 2008 da seguinte forma: (1) declínio acentuado nos preços das casas e a queda na construção de casas; (2) problema das hipotecas subprime que provocou um alargamento substancial de todos os spreads de crédito e o congelamento de grande parte dos mercados de crédito; e (3) um declínio nos empréstimos e refinanciamento das. Cada um destes pode por si só é poderoso o suficiente para causar uma recessão econômica.

O autor apresenta evidências de um aumento acentuado dos preços da habitação após o ano 2000. Mais especificamente, os índices nacionais de preços reais da habitação. As rendas reais e os custos de construção reais ficaram equiparados por 25 anos até o ano de 2000. Depois disso, enquanto os custos de construção e rendas continuaram a se mover em paralelo, os preços reais da habitação se elevaram muito rapidamente atingindo, em 2006, um aumento de 70 por cento. Esse aumento foi impulsionado em parte por uma crença popular generalizada de que as casas eram uma oportunidade de investimento irresistível.

Analisando os investimentos da época, Feldstein levanta a questão de que outra forma uma família média americana poderia comprar um ativo e obter uma valorização 9 por cento ao ano, sendo que 80 por cento desse investimento foi financiado por uma hipoteca com uma taxa de juros dedutíveis de 6 por cento,

implicando uma taxa anual de retorno sobre o patrimônio líquido inicial de mais de 25 por cento?

Podemos entender que a população estava especulando em cima de títulos hipotecários. Desta maneira, o capital especulativo aquecia o setor da construção civil gerando milhares de empregos e, ao mesmo tempo, aquecendo a economia americana. As instituições financeiras forneceram crédito para os agentes especuladores, crédito esse que foi somado à parcela do próprio capital especulativo.

Como visto, Keynes fala das expectativas do especulador, estas expectativas fazem muita diferença no modelo proposto, pois até então, neste caso, ela influenciou positivamente a economia americana. Em certo momento, as expectativas dos especuladores se inverteram, visto que a certa altura os proprietários de casa reconheceram que os preços das casas não continuariam subindo tão rapidamente, podendo até diminuir. Esse declínio já começou com uma queda de 3,4 por cento nos preços das casas para os últimos 12 meses e com uma estimativa de queda na taxa anual de 9 por cento segundo Feldstein (2007, p.2). Quando esses dados de queda dos preços da habitação foram divulgados, as expectativas dos especuladores se alteraram amplamente causando uma aceleração no processo de vendas e adiamento na compra de casas. Isso gerou um aumento no estoque de casas não vendidas e uma diminuição na taxa de construção por parte das construtoras. O setor da construção entrou em colapso, apresentando uma queda na variação anual de 20 por cento, alcançando o nível mais baixo em uma década.

Uma vez que o pânico se generalizou, os especuladores tentaram se desfazer de suas posições em um curto período de tempo tornando-se uma bola de neve, ou seja, colocando mais casas no mercado com reflexo de queda nos seus preços. Alguns bancos e outros detentores de hipotecas podiam ver suas carteiras altamente alavancadas muito prejudicadas. Problemas de falta de liquidez das instituições financeiras poderiam tornar-se problemas de insolvência. (FELDSTEIN 2007, p.3)

O autor coloca que a junção de taxas de juros muito baixas sobre os títulos de baixo risco foram incentivando especuladores a comprar ativos de maior risco na busca de melhores rendimentos. Muitos gestores de carteira foram aumentando o retorno sobre suas carteiras com a venda de seguro de crédito, isto é, por meio de derivativos de crédito para assumir mais riscos e usando o crédito para alavancar suas carteiras de investimento na falsa suposição de que a carteira básica teve risco relativamente pequeno. Especuladores ficaram satisfeitos no conforto da

transferência do risco aparente em produtos estruturados. E os especuladores menos sofisticados estavam comprando esses produtos estruturados sem realmente reconhecer a dimensão do risco.

Foi à crise no mercado de hipotecas subprime que forneceu o choque que iniciou o mais amplo de mudança dos spreads de crédito e disponibilidade de crédito. As hipotecas subprime são empréstimos hipotecários para os mutuários de alto risco com baixos ou incertos rendimentos, com histórico de crédito ruim. As taxas dos empréstimos hipotecários são frequentemente altas. Uma avaliação realista implicaria que os mutuários teriam problemas para cumprir os pagamentos mensais.

Os mutuários com classificações de crédito subprime, no entanto, queriam entrar no boom dos preços casa que estava varrendo o país. Alguns deles esperavam, com base na experiência recente, que os preços de mercado subiriam o suficiente para conseguir obter um abatimento do empréstimo em um refinanciamento, o que de fato os permitiriam arcar com uma menor taxa de juros.

Uma característica importante do sistema hipotecário dos Estados Unidos é que a maioria dos mutuários pode pagar sua hipoteca em qualquer tempo sem penalidade, multa. Quando as taxas de juros caem, o mutuário pode substituir a hipoteca existente por uma nova a uma taxa de juro mais baixa. Se o valor da propriedade aumentou, o refinanciamento da hipoteca propicia uma oportunidade para retirar, em dinheiro, partes destes ganhos - o chamado Mortgage Equity Withdrawal (or MEW). (FELDSTEIN, 2007, p.6).

Os compradores sofisticados dos empréstimos subprime poderiam, então, misturar essas hipotecas a outras criando um pacote e, posteriormente, vender frações desse pacote. Muitas vezes, esses pacotes poderiam oferecer diferentes graus de risco a diferentes compradores. Em um caso simples, uma parcela de risco pode representar uma alta taxa de juros. A maior parcela de risco foi considerada tão segura que as agências de rating lhe deram uma classificação AAA, embora a totalidade dos ativos subjacentes era hipotecas subprime.

Segundo o autor Fieldstein (2007) a partir de 2001, a combinação de menores taxas de hipoteca e o rápido aumento dos preços da habitação resultou em uma situação de refinanciamento generalizada, com retiradas de capital, uma prática fortemente promovida por bancos e corretores de hipoteca. Alguém que obteve uma hipoteca em 7,7 por cento em 1997 poderia refinarçar a uma taxa de 5,8 por cento em 2003 e extrair uma substancial quantia de dinheiro, ao mesmo tempo.

O ápice de refinanciamento em 2005, onde 40 por cento das hipotecas existentes foram refinanciadas. Os dados do The Flow of Funds implica que as retiradas sobre hipotecas entre 1997 e 2006 totalizaram mais de US \$ 9 trilhões, um montante igual a mais de 90 por cento da renda pessoal disponível em 2006.

O autor continua explicando que estes novos empréstimos foram usados para pagar outras dívidas não hipotecárias, para investir em ativos financeiros, e o mais importante, para financiar gastos adicionais consumidor.

Resumindo, o aumento nos financiamentos dos bancos para aquisições de imóveis, elevou a demanda por estes bens pressionando os seus preços. A valorização destes ativos resultou em refinanciamentos que geraram mais crédito aos agentes. E esse processo auto se realimenta já que os empréstimos foram utilizados, neste caso, para gastos diversos. Essa nova demanda fez com que ocorresse um aumento no preço destes ativos, que por sua vez gerou mais crédito especulativo tornando-se um ciclo do crédito e crescimento, em outras palavras, o boom econômico.

O autor conclui que grande parte do problema do mercado de crédito reflete mais do que uma falta de liquidez: a falta de confiança, uma incapacidade de avaliar os títulos, e uma preocupação com os riscos de contraparte. A incapacidade dos mercados de crédito para funcionar adequadamente enfraquece a economia global. E mesmo quando a crise do mercado de crédito passar, os spreads de crédito mais amplos e maior aversão ao risco será um amortecedor sobre a atividade econômica futura.

3.1.2 Crise Financeira Asiática

Sebastian Edwards (2000, p.255), os fluxos de capital para os mercados emergentes asiáticos foram elogiados como um modelo para o resto do mundo. A maioria do capital que fluiu para a Ásia assumiu a forma de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) em vez de investimento de portfólio. Embora as carteiras de investimentos possuam volatilidade, podendo rapidamente ir e vir, é menos provável uma reversão na direção em IDE. Os fluxos de capitais voláteis proporcionaram aumento do investimento na Ásia, que por sua vez, contribuiu para nações asiáticas alcançarem um maior crescimento. Então, performances de alto crescimento atraíram mais fluxos de capitais. Criou-se um ciclo virtuoso de fluxos de capital na economia,

resultando em crescimento, que foi de fato uma parte importante do milagre asiático. Na esteira da crise asiática, no entanto, esse ciclo foi comprometido. A Ásia não podia suportar os choques de saídas de capital voláteis causadas por uma súbita mudança nas expectativas dos especuladores.

Outros pontos chave levantado por Edwards (2000), é que com as entradas líquidas de capital tornou-se possível a redução dos déficits em conta corrente sem alterar os níveis das reservas externas. Os fluxos de capital na Ásia foram utilizados principalmente para o investimento. A taxa de poupança já era elevada em muitos países asiáticos, especialmente na Malásia e Singapura, mas a taxa de investimento era ainda maior. Os IDE proporcionaram grande parte do financiamento das empresas e projetos do governo, contribuindo para um maior crescimento. Esse crescimento, proporcionado pela liquidez do capital especulativo, gerou um ciclo de crescimento nos investimentos, que por sua vez gerou mais investimentos.

Um dos fatores que contribuiu para o crescimento das exportações dos países do Leste Asiático nas últimas duas décadas foi a valorização do iene japonês. Há pelo menos duas maneiras que apreciação do iene contribui para o crescimento económico das economias asiáticas. A primeira, como o iene valorizado, o preço dos produtos asiáticos se tornam mais competitivo contra os produtos japoneses nos mercados mundiais, especialmente nos mercados japonês e norte-americano. Por exemplo, a construção naval coreana, aço e semicondutores são concorrentes diretos aos dos japoneses no mercado mundial. Embora eles não podem competir diretamente na mesma categoria de qualidade, eles indiretamente competiram na mesma categoria de produtos. Assim, apreciação do iene promoveu oportunidades de negócios para empresas de manufatura no leste e sudeste asiático. Em segundo lugar, apreciação do iene tem convencido muitas empresas japonesas dos benefícios da mudança de instalações de produção fora do Japão. À procura de locais de produção, onde os trabalhadores de alta qualidade estão disponíveis a baixos salários, as empresas de manufatura japonesas deslocaram sua produção para o exterior, principalmente para Ásia. A tecnologia e o modo de produção japonês ajudaram os países asiáticos a aumentar a produtividade de fabricação e seus produtos. Algumas das instalações na Ásia tornaram-se produtivas o suficiente para exportar para os Estados Unidos, Japão e resto do mundo. A baixa taxa de juros e a valorização do iene elevaram o risco de choques externos para as economias asiáticas em 1994-96. A apreciação do iene produziu mais investimento direto japonês na Ásia.

O investimento direto estrangeiro do Japão e de outros países avançados, buscavam países receptivos a esta modalidade de investimento com transferência de tecnologia e capacidade de exportação. As exportações asiáticas cresceram a uma taxa entre 20 e 30 por cento. Baixas taxas de juros nos países industrializados, incluindo o Japão, resultaram na fuga de capital especulativo para as economias asiáticas. Esses fluxos de carteira especulativa foram utilizados para investimentos e não o consumo. As economias asiáticas eram totalmente confiantes em sua estratégia de crescimento liderado pelas exportações, sendo que este "milagre asiático" possuía o selo de aprovação do Banco Mundial.

Porém, quando o baht (moeda tailandesa) foi lançado em 2 de julho de 1997, foi uma surpresa para muitos negociantes de câmbio, funcionários do Tesouro e banqueiros centrais do G7 e economistas acadêmicos. No entanto, poucos previram que as taxas de troca iriam depreciar tanto quanto eles realmente fizeram ou que a crise se espalharia para outros países da região, especialmente para a Coreia, em questão de meses. Indonésia tinha sido elogiada pelo Banco Mundial até pouco antes da desvalorização da moeda tailandesa. Havia pouco sinal de problemas na Coreia até três meses após a desvalorização baht. Não houve aviso no relatório "International Capital Markets", de 1997 (publicado em setembro de 1997). O Fundo Monetário Internacional (FMI) financiou o pacote de apoio que foi aceito pelas autoridades tailandesas em agosto, seguido pela Indonésia em novembro e Coreia em dezembro. Depois de seis meses, não existe uma avaliação clara de que o contágio teria parado. Acontece que a crise cambial asiática de 1997 foi bem mais ampla e mais profunda do que a crise do peso mexicano de 1994-1995.

Os preços das ações nestes países também despencaram. No ASEAN-4 (Tailândia, Malásia, Filipinas e Indonésia) e Coreia, os preços de mercado caíram mais da metade no período que compreende janeiro a dezembro de 1997. Retirada de fundos do mercado de ações pelos especuladores internacionais explica o colapso simultâneo dos mercados de ações e moedas.

Edwards (2000, p.256) constatou que os movimentos de queda da taxa de câmbio e preços de ações foram originados pela forte saída capital especulativo desses países asiáticos. Mesmo a Tailândia e Coreia possuindo relativamente grandes reservas cambiais proporcionadas por meses de saldo positivo na balança comercial, não foram suficientes para aguentar esse fluxo. No caso da Tailândia, especulações no mercado a termo esgotaram as reservas externas e, no caso de

Coreia, recusa de sobreposições a bancos comerciais coreanos por bancos estrangeiros esgotaram suas reservas estrangeiras.

O autor se concentra em explicar os fluxos líquidos de capital privado na década de 1990, comparando a Ásia com outras regiões. O autor mostra os fluxos de capital globais para o desenvolvimento e economias em transição. O capital privado líquido que flui para os mercados emergentes aumentou sete vezes entre 1990 e 1996. Em 1990, o fluxo do total de capital para os mercados (países em desenvolvimento e economias em transição) emergente foram cerca de US\$ 30 bilhões, dos quais dois terços foram para a Ásia e um terço para a América Latina. Em 1993, o montante total dos fluxos de capital era de até US\$ 160 bilhões, dos quais Ásia e América Latina receberam cerca de 40 por cento cada. A maioria dos fluxos para a Ásia assumiu a forma de investimento direto e de uma porção esmagadora dos fluxos para a América Latina tomou a forma de investimento de carteira.

A grande proporção de fluxos de carteira para os países latino-americanos em 1991-93 se tornou uma fonte de instabilidade na esteira da, se não um gatilho, crise do peso mexicano. Em 1995, o investimento em carteira líquida para a América Latina tornou-se negativa, culminando na crise do peso mexicano. O total de fluxos dos investimentos privados também diminuiu drasticamente. Os fluxos de capitais para a América Latina só recuperaram, de maneira acentuadamente, apenas em 1996, contribuindo para um novo recorde para os mercados emergentes. Esses fluxos foram superiores a US \$ 240 bilhões, dos quais cerca de metade foi para a Ásia e um terço para a América Latina.

Várias razões para o forte aumento nos fluxos de capital 1990-1996 têm sido apontadas na literatura. Em primeiro lugar, uma tendência de queda das taxas de juros nos países avançados levou os investidores institucionais para procurar oportunidades de alto rendimento em muitos mercados emergentes. Em primeiro lugar, a busca de rendimento elevado foi reforçada pelo desejo dos investidores para diversificar a sua carteira internacional. Em segundo, no lado do receptor, os mercados emergentes liberaram restrições sobre o investimento estrangeiro. Alguns países em desenvolvimento introduziram reformas económicas, incluindo sectores financeiros. Desta forma, foi permitido o investimento direto em várias indústrias. Estes fatores foram analisados pelo FMI.

Durante o episódio de fortes entradas de capitais, vários países que receberam este aporte queixaram-se que o volume de entrada de capitais era muito grande e

estava causando efeitos colaterais adversos. Edwards (2000, p.259) elucida o sobreaquecimento das economias domésticas resultado das pressões de valorização especulativa. Tailândia e Malásia, em particular, receberam entradas de mais de 10 por cento do produto interno bruto (PIB). Tailândia foi acumulando reservas internacionais para evitar a valorização da sua moeda mesmo com déficits em conta corrente de 8 por cento (do PIB). Sem a intervenção, a moeda teria apreciado. A intervenção foi provavelmente apenas parcialmente esterilizada. Há alguns sinais de que as entradas de capitais contribuíram para um boom imobiliário na Tailândia e Malásia. Discussões mais detalhadas sobre o problema influxo são encontrados em FMI (1995). O quadro mudou drasticamente em 1997. O Baht tailandês foi efetivamente desvalorizado em julho daquele ano e o governo tailandês pediu ajuda ao FMI em agosto do mesmo ano. A crise cambial se espalhou para Indonésia, Malásia, Filipinas e Coreia nos meses subsequentes. O capital privado fugiu desses países. No final, os fluxos líquidos de capital privado para a Ásia caíram de US\$ 110 bilhões em 1996 para apenas US \$ 14 bilhões em 1997. O investimento líquido portfólio para a Ásia tornou-se negativo em 1997 pela primeira vez desde 1990.

O capital privado líquido que fugiu da Indonésia, Coreia, Malásia, Filipinas e Tailândia foi da ordem de US\$ 11 bilhões. Mesmo durante a crise, o IED para a Ásia não declinou para o período que compreende 1996 a 1997. Isso reflete a confiança dos investidores nas perspectivas de longo prazo das economias asiáticas mesmo em tempos difíceis. Também é notável que os fluxos de carteira diminuíram acentuadamente em ambos os países latino-americanos (1995) e nas economias asiáticas em 1997. No entanto, a queda nos fluxos de carteira foi muito mais dramática entre os países latino-americanos no rescaldo da crise do México. Em termos de fluxos de capital privado líquido total, a queda entre os países asiáticos 1996-1997 foi muito mais dramática do que o declínio de países da América Latina de 1994 a 1995. Há dois fatores a considerar. Em primeiro lugar, na crise mexicana de 1994-95, a crise foi efetivamente interrompida pelos pacotes do FMI para o México, no final de janeiro de 1995 e para a Argentina, em março de 1995. Em contraste, a crise monetária asiática propagada pela Tailândia para Indonésia e Coreia. Isso contribuiu para um declínio muito maior em fluxos líquidos de capital para a Ásia em 1997 do que para a América Latina em 1995. Em segundo lugar, tanto em crises, os empréstimos bancários e créditos foram drasticamente invertidos entre as economias asiáticas.

3.1.3 Bolha da Internet

A priori, J. Bradford DeLong e Konstantin Magin (2006) acreditam que a crise ocasionada no final da década de 90 se tratava da bolha do mercado de ações, que levou a um nível insustentável da atividade económica e das receitas fiscais, sendo o principal responsável pela melhora na posição fiscal dos Estados Unidos na década de 1990. Os autores também acreditam que a bolha foi ocasionada pela emoção extraordinária ocasionada pela oferta pública primária (IPO), em março de 1995, da Netscape Communications Incorporate. Eles chamam o dia da oferta primária de ações da Netscape de "Day One da Bolha da Internet".

Todavia, a oferta pública primária da Netscape aparentemente não parece ter precipitado "uma bolha" no mercado de ações. Aqueles que investiram na NASDAQ, no momento do IPO da Netscape, em agosto de 1995, e, posteriormente, ganharam retornos reais na média 9,3% por ano. Aqueles que investiram na Netscape Communications, com preço de fechamento em 9 de agosto de 1995, e se mantiveram firmes até a absorção da empresa pela AOL em 1999 ganhou uma taxa real média de retorno de 35% ao ano sobre o investimento.

Alguns, porém, datam o início da bolha das pontocom ao momento anterior a fala do presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, em 05 de dezembro de 1996, sobre seu discurso "exuberância irracional". Sua fala, antes de uma audiência e depois do jantar no American Enterprise Institute, em Washington DC, Greenspan fez uma pergunta retórica: "Como é que sabemos", ele perguntou, "quando a exuberância irracional tem indevidamente escalado valores de ativos?" O discurso de Greenspan levou os mercados de ações em Tóquio e Hong Kong a caírem em 3%, os mercados de Frankfurt e Londres a caírem em 4% em sua abertura, e o mercado americano a uma queda de 2% em sua abertura. As palavras de Greenspan tiveram efeitos poderosos, ou porque seu ponto de vista sobre os valores fundamentais foi bastante respeitado ou porque os investidores temiam sua pergunta retórica como prelúdio de um aperto da política monetária. Na verdade, as chances são de que Greenspan fez acreditar que o mercado sofreu de uma exuberância irracional no seu discurso em dezembro de 1996

Desde 1994, economistas do Federal Reserve previram que uma correção do mercado de ações era provável. DeLong e Magin (2006) relatam que "Alguns dos economistas disseram a colegas que tinham pessoalmente saído do mercado, e

aconselhou outros a segui-los em títulos”. Greenspan compartilhava, de forma privada, muitas dessas dúvidas, como sua fala, em fevereiro de 1994: "Nós evitamos parcialmente parte de uma crescente especulação em ações”, Greenspan disse contente aos seus colegas, em uma conferência, que as suas ações tiveram um efeito desejável.

De acordo com os autores, os investimentos em dezembro de 1997 na NASDAQ produziram taxas reais de retorno de 6,4% ao ano. Do ponto de vista das valorizações, as dez empresas de alta tecnologia na América com as maiores valorizações a partir de janeiro de 1998 foram a Microsoft, Intel, IBM, HP, Cisco, Motorola, Dell, Oracle, Texas Instruments e a Sun, que ao serem adquiridas na época parecem ter sido pechinchas substancial. As empresas com maiores capitalizações de mercado são aquelas que têm maior probabilidade de ter tido seus valores afetada pela "exuberância irracional": Ao analisar a rentabilidade das empresas na época, seis das dez empresas maiores empresas geraram retornos reais desde o início de 1998, em torno de 10 por cento por ano. Entretanto, apenas duas das dez empresas apresentaram taxas de retorno real negativa. Empresas de alta tecnologia americanas foram, na visão dos autores, um bom investimento, mesmo a partir de início de 1998.

O fato dos investimentos em empresas de alta tecnologia perdurarem como vantajosos, não vai contra a alegação de que o mercado de ações norte americano estava enfrentando uma séria bolha especulativa que atingiu o seu pico no final do inverno de 2000. DeLong e Magin (2006) ainda concluem que não a como negar que o mercado de ações passou por uma bolha. Eles colocam três fatos que nos fazem certos de que o mercado de ações foi grosseiramente sobrevalorizado no final da década de 1990. Em primeiro lugar, o mercado de ações foi incapaz de descobrir que a empresa 3Com² foi a proprietária majoritária da Palm³, desta forma, em um determinado momento as ações da Palm se valorizaram tanto que a empresa mãe valia menos do que a subsidiária. Em segundo lugar, o índice Nasdaq atingiu alturas vertiginosas, de fato, uma vez que seus índices explodiram no final de 1999, mais que dobrando de valor no começo do ano 2000. DeLong e Magin (2006) explicam que essa forte alta não era fruto de resultados concretos ou notícias fundamentadas para

² A 3Com era, inicialmente, uma fabricante de produtos de infraestrutura de redes de computadores.

³ A Palm Inc., por outro lado, era conhecida por desenvolver hardware e software. Fundada em 1992 e absorvida pela U.S. Robotics Corp. em 1995. A companhia foi cotada no NASDAQ sob o indicador PALM.

suportar uma grande elevação. Em terceiro lugar, logo depois o nível de especulação despencou vertiginosamente na NASDAQ, principalmente entre fevereiro de 2000 e setembro de 2002. Os autores mensuram uma perda de três quartos de seu valor.

Para analisar o tamanho da bolha, os autores observaram que o mundo sofria de instabilidades causadas por alguns acontecimentos. Em 2001, tivemos o ataque terrorista nos Estados Unidos liderados pela Al Qaeda, que trouxe o perigo de morte e destruição material generalizada. Menos importante, mas talvez mais relevante para o equilíbrio dos preços das ações, é a dificuldade em transformar informação e tecnologia de comunicações em fluxos de lucro duráveis. Um problema que atinge até hoje empresas como Facebook e Google. DeLong e Magin (2006) colocam que os principais beneficiários da inovação de alta tecnologia desde 2000 não foram os trabalhadores, empreendedores e financiadores do Vale do Silício, mas os seus acionistas apesar da promoção de investimentos no setor.

Tendo em vista que notícias altamente relevantes para os preços das ações eram desconhecidas no final de 1990, podemos criar nosso primeiro critério para avaliar o início da bolha, segundo os autores. Porque as ações das empresas de alta tecnologia possuem um perfil mais arriscado, seria de se esperar um mercado racional para o preço do NASDAQ para produzir retornos mais elevados do que os 6,5% ao ano em termos reais, que é o retorno da média histórica de longo prazo do mercado de ações. Mas os autores também suspeitam que os retornos reais caíram em relação aos retornos racionalmente esperados. Esse seria um indicio de que os preços das ações estavam em um viés de bolha (supervalorizado). Mesmo com esse critério, a bolha durou menos de três anos antes de seu pico.

4 CRESCIMENTO BASEADO NO CRÉDITO, ESPECULAÇÃO E PROGRESSO TÉCNICO

4.1 Análise Do Crédito – “C”

O processo de intermediação financeira vem apresentando diferentes abordagens conceituais para as principais correntes do pensamento econômico. Com relação à teoria neoclássica dos fundos emprestáveis, existe uma relação de casualidade entre a poupança e o investimento. Desta forma, para que ocorram investimentos, cruciais para o crescimento econômico, é necessária uma acumulação primitiva de capital (poupança) para fornecer liquidez imediata a um título em um determinado momento, pois todos os títulos são precificados em moeda corrente. A valorização ou depreciação de um título que vale um determinado montante, chamaremos de ágio. Entende-se que a intermediação entre agentes deficitários e superavitários pelas instituições financeiras, só ocorra com a disponibilidade de recursos proporcionados por estes poupadores superavitários. Isso colocaria as instituições financeiras apenas com o papel meramente passível sobre essas intermediações de recursos (CARVALHO, 2001).

Schumpeter (1997, p.104) coloca a não existência de um lastro para a criação de moeda pelos bancos, moeda essa imprescindível para sua alocação em forma de crédito para financiamento das atividades econômicas.

O próprio Keynes (1971), antes de publicar a Teoria Geral, no seu *Treatise on Money*, analisa a atividade bancária e o financiamento da economia. Ele sustenta a ideia de que a moeda toma a forma de moeda-crédito, e que o processo de criação dos depósitos bancários é originário do processo de concessão de crédito⁴ e não necessariamente que haja primeiramente um depósito previamente existente.

Sendo assim, para Keynes a relação entre poupança e investimento ocorre de maneira *ex-post*, e é dada pelo efeito multiplicador. Desta forma, como a criação de moeda é uma variável endógena, Minsky a utiliza para o desenvolvimento da sua teoria sobre a instabilidade financeira.

Schumpeter (1997, p.82) faz a seguinte passagem com relação ao crédito: “É sempre uma questão não de transformar o poder de compra que já existe em

⁴ Parte deste conceito será aplicada para expor o ciclo do crédito posteriormente demonstrando como ele consegue fornecer liquidez infinita para o mercado.

propriedade de alguém, mas da criação de novo poder de compra a partir do nada — a partir do nada mesmo que o contrato de crédito pelo qual é criado o novo poder de compra seja apoiado em garantias que não sejam elas próprias meio circulante — que se adiciona à circulação existente”. Isso significa que o crédito poderá surgir do nada criando poder de compra, crédito esse que o próprio autor coloca como essencial para os investimentos.

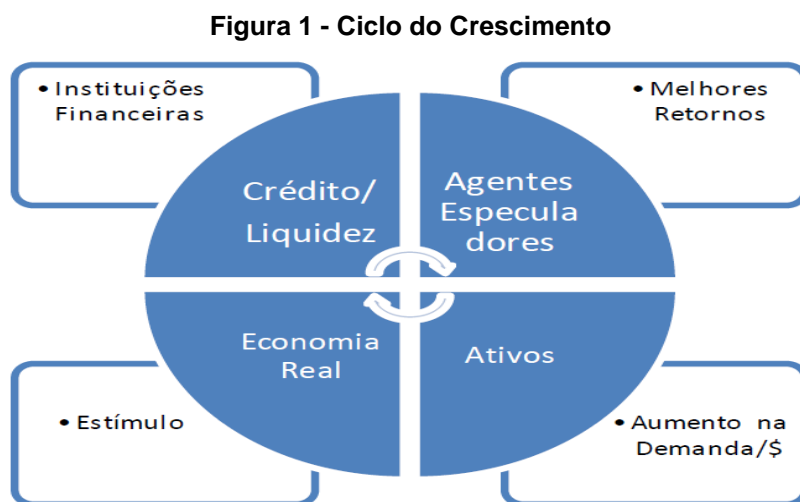
Keynes chega a afirmar que o papel central dos bancos é fornecer liquidez para o financiamento dos investimentos na economia: "o financiamento requerido durante o interregno entre a intenção e a realização do investimento é ofertada principalmente por especialistas, em particular por bancos" (KEYNES, 1937, p.666). Keynes (1937) deixa claro que o investimento nunca deixará de ser realizado por falta de poupança, mas por falta de financiamento.

Os bancos detêm uma posição chave na transição de uma escala inferior de atividade para uma mais elevada. Se eles recusam a uma acomodação, um crescente congestionamento do mercado de empréstimos de curto prazo ou do mercado de novas emissões inibirá a melhora (nas condições de financiamento), não importa quão frugal o público se proponha a ser a partir de suas rendas futuras. (...) O mercado de investimentos pode tornar-se congestionado por causa da falta de liquidez, mas nunca se congestionará por falta de poupança. (KEYNES, 1937, p.668-669)

Neste sentido, de acordo com Schumpeter (1997, p.106), o banco possui condições de criar liquidez e fornecer este crédito para as empresas e para os agentes especulativos realizarem os seus respectivos papéis, suficiente para causar uma bolha: “Disso segue-se, portanto, que na vida real o crédito total deve ser maior do que poderia ser se houvesse apenas crédito totalmente coberto. A estrutura de crédito se projeta não apenas além da base existente de ouro, mas também além da base existente de mercadorias”. (SCHUMPETER, 1997: p.106).

Além disto, o auge econômico deu impulso a uma expansão colossal do crédito, que chegou a transformasse numa fonte de inesgotável de meios de pagamentos nacionais e internacionais; mas, tal expansão do crédito foi muito além das possibilidades produtivas, convertendo-se, portanto, em processo fundamentalmente especulativo. O excesso de crédito e a proliferação de empresas bursáteis, frequentemente artificiais, foram especialmente intensos nos Estados Unidos, país que se havia convertido no principal banqueiro do mundo. Também, no mercado interno o crédito ilimitado criou uma madeixa de dívidas privadas que totalizavam 184% da renda nacional. Especulava-se com valores bursáteis, que subiam constantemente, e obtinha-se crédito para novas compras de valores, o que acentuava a alta, e assim, sucessivamente, num círculo vicioso. (SUNKEL, 1976, p.189).

As instituições financeiras e os agentes especulativos geram liquidez para os investimentos conforme visto anteriormente (capítulo 3.2), que por sua vez alimentam o ciclo produtivo. Qualquer descompasso gera uma instabilidade na economia. Todavia, ocorrerá crescimento econômico pela liquidez que os bancos proporcionam (segundo Keynes essa é sua verdadeira finalidade) e pelos agentes que, de forma especulativa, visam melhores retornos.



Fonte: Própria

A figura acima mostra como o fluxo de capital especulativo age na economia. As instituições financeiras provêm crédito e liquidez para os agentes especulativos interagirem com a economia. Estes agentes especuladores, que buscam melhores retornos, investem em ativos econômicos. O aumento na demanda inflaciona os preços dos títulos, em um primeiro momento. Como a demanda por títulos aumenta, as empresas começam a emitir mais títulos para poder compensar o déficit da oferta de títulos. Neste ponto, com essas novas capitalizações as empresas tendem a transformar esse capital especulativo em capital produtivo, aumentando os investimentos na produção.

4.1.1 *Proposição Sobre o Ciclo do Crédito*

Segundo Albuquerque (2015, p.136), quando Minsky escreveu sua obra John Maynard Keynes, ele classificou os ativos econômicos em três: moeda; capital; e os

estoques. A moeda constitui um ativo de segurança, pois todos os contratos são assinados em termos monetários, em outras palavras são passíveis de liquidez.

Todavia, sabemos que os contratos (títulos) de crédito, apesar de estarem em termos monetários, não possuem solvência se forem convertidos ao mesmo tempo como previu Schumpeter. Com isso, os títulos de crédito são garantidos pelos ativos reais em um determinado momento, afetados pela sua capacidade de conversão para moeda corrente (liquidez) para, também, em um determinado momento. Com isso, constatamos que não precisamos converter todos os títulos ao mesmo tempo na economia em moeda corrente, mas somente uma fração, assegurando a sua liquidez em determinado momento. Desta forma, a economia gera muito mais crédito do que o nível de poupança em moeda corrente.

É de extrema relevância a existência de um nível de estoque de liquidez capaz de gerar estabilidade para as operações envolvendo os ativos financeiros de crédito. Também, não é necessário cobrir o valor global destes ativos, mas somente uma pequena fração, que será utilizada em determinados momentos. Desta forma, cria-se um estoque de moeda corrente, ou poupança, que será capaz de assegurar o equilíbrio da expansão do crédito para o investimento.

Baseado nas análises sobre a importância da moeda e crédito para o crescimento e desenvolvimento econômico, que tem origem nos trabalhos de Keynes (1983) e Schumpeter (1997). Subtrairei de Keynes a ideia de que não existe um limite para a expansão do crédito para o investimento e de Schumpeter, que o crédito total deve ser maior do que poderia ser se houvesse apenas crédito totalmente coberto (poupança).

Irei subtrair dos trabalhos de Gurley e Shaw (1955; 1960) a importância do papel das instituições financeiras de mobilizar poupanças e facilitar a alocação de recursos, intermediando-os entre agentes superavitários (poupadores) e deficitários (investidores).

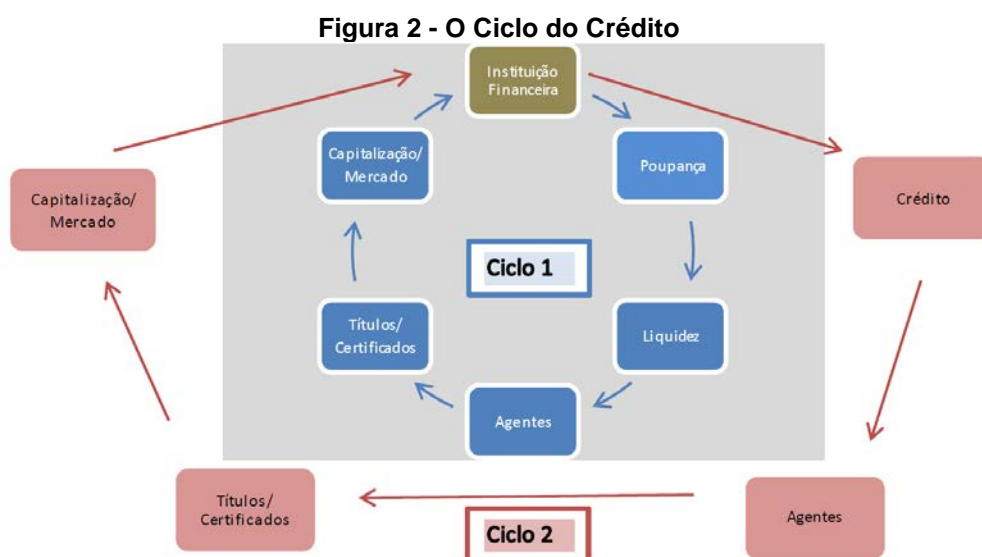
Com relação à Minsky (1975, 1982), deveremos mensurar que a própria dinâmica do processo de crescimento econômico leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas para expandir o investimento e estes investimentos alavancarão a produção.

Com relação a figura abaixo, a poupança serve somente como balizador das operações de crédito na economia. Podendo somente fornecer liquidez imediata aos títulos em um determinado momento. Schumpeter (1997, p.82) deixa muito claro

quando coloca que “a emissão de bilhetes de banco não cobertos totalmente por moeda metálica retirada da circulação é um exemplo óbvio, mas os métodos dos bancos de depósitos prestam o mesmo serviço, quando aumentam a soma total do dispêndio possível”. Como ela fornece liquidez somente em um determinado momento para uma fração dos títulos financeiros, ela não precisará cobrir todo montante de crédito gerado. Isso porque “esses meios de pagamento creditícios, ou seja, meios de pagamento criados com o propósito e pelo ato de conceder crédito, servem tanto quanto o dinheiro sonante no comércio, em parte diretamente, em parte porque podem ser imediatamente convertidos em dinheiro (...)”. (SCHUMPETER, 1997, p.82).

Também, Levine (1997, p.695) coloca que grandes mercados líquidos de ações podem estimular a aquisição de informações. Essa melhora sobre o nível de informação sobre as empresas deve melhorar substancialmente a alocação de recursos com implicações correspondentes para o crescimento econômico.

Vamos, contudo, explicar a poupança pela visão de Schumpeter (1997, p.81) que indaga “de onde vêm as somas necessárias à aquisição dos meios de produção necessários para as combinações novas, se o indivíduo em questão por acaso não as tiver? A resposta convencional é simples: vêm do crescimento anual da poupança social mais aquela parte dos recursos que anualmente pode tornar-se livre”.



Fonte: Própria

A partir das ideias subtraídas anteriormente e inspirado na teoria quantitativa da moeda, poderíamos obter $S.V=P.Q$, em que S seria a poupança, V a velocidade

com que ela cria crédito, isto é, a quantidade de "giros" que ela dá durante um período determinado, criando crédito. P é o nível de preço dos ativos e Q é a quantidade de ativos⁵.

Se $S = R\$ 69.4$ mil e PQ (ou seja, a soma de toda riqueza produzida) = $R\$ 2.777$ milhões, então isso significa que a poupança circulou 40 vezes no decorrer do ano para criar $R\$ 2.777$ milhões de ativos (nível de investimento). Isso mostra que, para gerar $R\$ 2.777$ milhões de ativos num ano, não são necessários 2.777 milhões em poupança, dado que o estoque de poupança circula, na economia, gerando crédito para investimento nesse processo.

A preposição com relação à endogenidade do crédito permanece, sendo que, a demanda por crédito induz a oferta de crédito. Essa demanda será dividida entre agentes produtivos e especulativos, conforme explicado anteriormente no capítulo 3.2.

A riqueza nominal global é determinada macroeconomicamente e depende do grau de confiança dos especuladores e do estágio do ciclo de crédito. Por sua vez, as escolhas dos ativos entre firmas e especuladores não são coordenadas e firmas financiam seus investimentos através de emissões de ações para os especuladores, empréstimos de intermediários financeiros como, por exemplo, as instituições bancárias, e recursos próprios. É o papel das instituições bancárias canalizar a poupança para a geração de crédito, que será utilizado nos investimentos das firmas e dos especuladores. "Entretanto, não há efetiva arbitragem entre a avaliação do capital físico que as firmas possuem e o capital financeiro mantido pelas famílias⁶ [especuladores]. A avaliação do mercado de ações pode desviar-se substancialmente do valor contábil do capital, com a diferença sendo absorvida pelo patrimônio líquido. Com a riqueza total flutuando ao longo do tempo, decisões de portfólio tomadas separadamente por firmas e famílias [especuladores] podem interagir de modo a criar crises". (TAYLOR E O'CONNELL, 1985, p.B71-2).

4.2 Análise Da Especulação Sobre Investimento – “E”

⁵ A função dos ativos reais na economia é gerar mais riqueza. Tomamos por exemplo a função dos estoques de capital físico (máquinas), dos estoques de capital humano (mão de obra) e tecnologia no ganho de produtividade. A utilização destes meios de produção determina seu nível de produção ou nível de Investimento. Já os ativos financeiros, apesar de não compor o sistema produtivo, ele é responsável por direcionar e alocar a renda e a poupança dentro de uma economia (Nunes, 2008).

⁶ A partir do momento que as famílias aportam seu capital financeiro em ações e títulos, elas se tornam especuladoras, pois como vimos em Keynes (1983 p.167), “o termo especulação à atividade que consiste em prever a psicologia do mercado”.

Keynes (1983) coloca as expectativas e estado de confiança do empresário como fator crucial dos investimentos. A variável que impacta nesse estado de confiança são os juros, instrumento balizador.

A taxa de juros sobre o dinheiro parece, portanto, representar um papel especial na fixação de um limite ao volume de emprego, visto marcar o nível que deve alcançar a eficiência marginal de um bem de capital para que ele se torne objeto de nova produção. (KEYNES, 1983, p.219).

O empresário então compara a taxa de juros com a taxa de desconto, que é definida como eficiência marginal do capital, para definir o volume a ser investido.

Mais precisamente, defino a eficiência marginal do capital como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta. (KEYNES, 1983, p.149).

Como visto anteriormente, Keynes levantou a questão de que o investimento podia extrapolar o nível de poupança mesmo existindo um elevado número de poupadores mantendo seu dinheiro de forma ociosa. As empresas podiam demandar crédito nos bancos e/ou recorrer à emissão de ações, caso não optassem em utilizar os lucros retidos.

Keynes (1983, p.162) observou que a valorização nos preços da ação de uma empresa, de modo que ele possa aumentar o seu capital emitindo novas ações, “os resultados daí decorrentes são os mesmos que se ela conseguisse obter empréstimos a uma taxa reduzida de juros”. Esse raciocínio vai de encontro ao de Schumpeter (1997), porém, devido às elevadas taxas de juros (cap. 3.2), esse capital é significativamente mais oneroso.

Contudo, o volume de investimento dependerá da disponibilidade de financiamento e não das expectativas e estado de confiança do empresário. Como dito por Keynes (1983), o investimento já está intrínseco a natureza humana, então, é de se esperar que existam fluxos de empresas esperando financiamento dos seus investimentos.

Se a natureza humana não sentisse a tentação de arriscar a sorte, nem de sentir a satisfação (excluindo-se o lucro) de construir uma fábrica, uma estrada de ferro, de explorar uma mina ou uma fazenda, provavelmente não haveria muitos investimentos como mero resultado de cálculos frios. (KEYNES, 1983 P.161).

O Investimento⁷ (I) é fruto da captação de recursos das empresas (agente produtivo) via, por exemplo, ações e títulos, dependentes do Capital Especulativo (E) e/ou da captação de Crédito Bancário (C). Pois mesmo que o crédito bancário fosse zero, ainda sim, através do capital especulativo existiria liquidez para o investimento, já que o crédito bancário é limitado (α), pois é regulado, podendo não ser o bastante para a realização do total dos investimentos na economia.

Desta forma obtemos a seguinte equação:

$$I = E + C \cdot \alpha$$

I = Investimento

C = Crédito Bancário

E = Crédito Especulativo

α = Potencial de Financiamento (tamanho, nível de endividamento, etc.)

Recapitulando o exposto, quanto maior o nível de especulação, maior será o investimento, conforme equação descrita. Se a tentação de arriscar a sorte faz parte da natureza humana, ao arriscar comprar qualquer ação de uma empresa, proporcionará um aumento em sua demanda resultando na sua valorização. A sua valorização resultará no aumento da oferta de ações por parte da empresa, que visa à captação de recursos para seus investimentos. Desta forma, o capital especulativo se transforma em capital produtivo viabilizando os investimentos.

Para Schumpeter (1997), conforme vimos no capítulo 3.2, no período de expansão da economia, ou da amplitude do ciclo econômico, os investimentos (I) nos arranjos produtivos dependem dos financiamentos dos capitais especulativos (E) e do seu potencial de financiamento ($C \cdot \alpha$).

4.3 Desenvolvimento do Sistema Financeiro – “F”

Existe uma relação entre o Desenvolvimento do Sistema Financeiro e crescimento econômico, principalmente pelo fato dele ser o caminho onde flui o capital

⁷ Investimento é a capacidade da empresa em se endividar.

especulativo. Ross Levine (1997, p.688) relaciona algumas razões teóricas e evidências empíricas que sugerem uma relação positiva e de primeira ordem entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico.

O autor coloca que existem evidências de que o nível de desenvolvimento financeiro é um bom balizador de taxas futuras de crescimento econômico, acúmulo de capital e mudança tecnológica. Para Levine (1997, p.689) existem análises de casos de países apontando que o nível de desenvolvimento afeta de forma categórica a velocidade e o padrão de desenvolvimento econômico.

Para Ross Levine (1997, p.695) é difícil e custoso avaliar empresas, gerentes e condições de mercado. Os poupadores individuais podem não ter tempo, capacidade ou meios para coletar e processar informações em uma ampla gama de empresas, gerentes e condições econômicas. Os poupadores estarão relutantes em investir em atividades sobre as quais há pouca informação confiável. Consequentemente, altos custos de informação podem impedir que o capital flua para seu uso de maior valor.

Para o autor, instrumentos financeiros, mercados e instituições surgem para mitigar os efeitos dos custos de informação e transação. Além disso, os sistemas financeiros reduzem os custos da informação e facilitam as transações econômicas influenciando a poupança, decisões de investimento, inovação tecnológica e taxas de crescimento de longo prazo.

Levine (1997, p.689) também defende a abordagem funcional para entender o papel dos sistemas financeiros no crescimento econômico. Esta abordagem se baseia nos laços entre o crescimento e a qualidade das funções proporcionadas pelo sistema financeiro. Estas funções incluem a facilitação da negociação de riscos, a alocação de capital, o monitoramento de gestores, a mobilização de economias e a facilitação da troca de bens, serviços e contratos financeiros. Ele coloca que os custos da aquisição de informações e da realização de transações criam incentivos para o surgimento de mercados e instituições financeiras. Em outras palavras, sem uma informação ou custos de transação, não há necessidade de um sistema financeiro que gaste recursos pesquisando projetos, examinando gerentes ou criando arranjos para facilitar a gestão de riscos e facilitar as transações.

Thakor (1996) mostra que o sistema financeiro está em constante aprimoramento, partindo dos computadores, sistemas de comunicação tecnológicos e avanços nas teorias financeiras das últimas gerações que possibilitaram mudanças

drásticas nas estruturas financeiras dos mercados globais. Estes impactos acumulativos estão afetando significativamente todos nós – como usuários, produtores, etc.

Thakor (1996) demonstra que inovações em tecnologia melhoram a eficiência, expandindo as oportunidades e partilhando riscos, diminuindo custos de transações, e reduzindo custos transacionais.

Sobre como as inovações financeiras afetam positivamente as intermediações e transações econômicas, elas são capazes de economicamente produzir o uso da poupança em investimentos que normalmente não aconteceria. Também, as intermediações financeiras são capazes de criar valor, uma vez que ele consegue obter um maior retorno em lugares que não poderia ser alcançado anteriormente, deixando o crédito mais disponível (KWAK; JOHNSON, 2012).

Para Levine (1997) o funcionamento dos sistemas financeiros está vitalmente ligado ao crescimento econômico, principalmente em países com bancos maiores e mercados acionários mais ativos. As indústrias e as empresas que dependem fortemente do financiamento externo crescem desproporcionalmente mais rapidamente nos países com bancos e mercados de valores mobiliários bem desenvolvidos do que nos países com sistemas financeiros pouco desenvolvidos. Além disso, Levine (1997, p.690) sugere em seus estudos que as diferenças no desenvolvimento financeiro têm, em alguns países ao longo de períodos extensos, uma influência crítica no desenvolvimento econômico. No entanto, esses resultados não implicam que o financiamento esteja em toda parte e sempre exógeno ao crescimento econômico. A atividade econômica e a inovação tecnológica afetam a estrutura e a qualidade dos sistemas financeiros. Inovações em telecomunicações e computação têm inegavelmente afetado o setor de serviços financeiros. Além disso, os "terceiros fatores", como o sistema jurídico de um país e as instituições políticas, certamente impulsionam o desenvolvimento financeiro e econômico em momentos críticos durante o processo de crescimento. No entanto, o peso das evidências sugere que os sistemas financeiros são uma característica fundamental do processo de desenvolvimento econômico e que uma compreensão satisfatória dos fatores subjacentes ao crescimento econômico requer uma maior compreensão da evolução e estrutura dos sistemas financeiros.

Levine (1997, p.691) coloca cinco funções básicas para os sistemas financeiros: facilitar a negociação, a cobertura, a diversificação e o agrupamento de

riscos; alocar recursos; monitorar os gestores e exercer controle corporativo; e facilitar o intercâmbio de bens e serviços.

Keynes (1983, p.167) deixa claro que: “À medida que progride a organização dos mercados de investimento, o risco de um predomínio da especulação, entretanto, aumenta”. Ele acredita que o “espetáculo dos mercados financeiros modernos” seria mais benéfico se a liquidez das operações não fosse de curto prazo, mas para um horizonte de longo prazo. “ (...) se a liquidez do mercado financeiro às vezes dificulta um novo investimento, em compensação facilita-o com mais frequência (...)”.

A resposta de Levine (1997, p.691-692) para Keynes seria que na presença de informações específicas e custos de transação, os mercados financeiros e as instituições podem surgir para facilitar a negociação, para a realização de hedging e pulverização de risco. Liquidez é a facilidade e a rapidez com que os agentes podem converter ativos em poder de compra a preços acordados. Assim, o imobiliário é tipicamente menos líquido do que as ações e as ações nos Estados Unidos são tipicamente mais líquidas do que aquelas negociadas na Bolsa de Valores da Nigéria. O risco de liquidez surge devido às incertezas associadas à conversão de ativos em um meio de troca. As assimetrias e os custos de transação informacionais podem inibir a liquidez e intensificar o risco de liquidez. Essas fricções criam incentivos para o surgimento de mercados e instituições financeiras que aumentam a liquidez. Os mercados de capitais líquidos são, portanto, mercados onde é relativamente barato negociar instrumentos financeiros e onde há pouca incerteza quanto ao momento e à liquidação desses negócios.

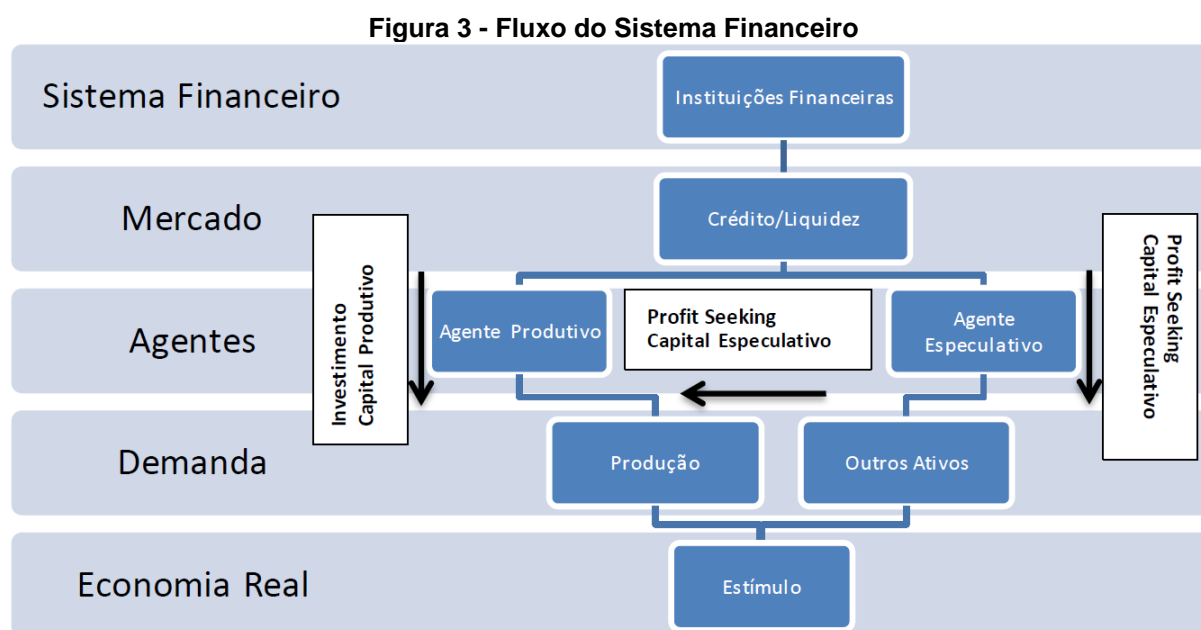
Levine (1997, p.714) sugere que os intermediários financeiros desempenham um papel importante na pesquisa de tecnologias produtivas antes dos gestores e projetos de investimento e monitoramento, depois de canalizar capital para esses projetos. O autor (LEVINE, 1997, p.714) levanta quatro constatações básicas:

- (1) os intermediários financeiros aumentam, conforme medido pelo total dos ativos ou passivos dos intermediários financeiros em relação ao PIB;
- (2) os bancos crescem em relação ao banco central na alocação de crédito;
- (3) os não bancos - como as seguradoras, os bancos de investimento, as empresas financeiras e os fundos de pensões privados - crescem em importância; e
- (4) os mercados de ações se tornam maiores, medidos pela capitalização de mercado em relação ao PIB, e mais líquidos, medidos pela negociação em relação ao PIB, capitalização de mercado e variabilidade dos preços das ações.

Levine (1997, p.719) levanta o embate entre os sistemas baseados em bancos versus sistemas baseados no mercado. Contudo, ele aponta que esta percepção de comparação é inadequada. Então, tanto os indicadores de desenvolvimento dos bancos e dos mercados de ações preveem o crescimento econômico. Os mercados bolsistas forneçam um conjunto diferente de funções financeiras daquelas fornecidas por intermediários financeiros. Por exemplo, os mercados acionários podem oferecer principalmente veículos para riscos de negociação e aumentar a liquidez. Em contrapartida, os bancos podem centrar-se na melhoria dos custos de aquisição de informação e no reforço da governança corporativa das grandes empresas.

4.4 Modelo Teórico - Função do Crescimento Econômico

De acordo com o que foi apresentado anteriormente, a junção das variáveis econômicas poderá ser sintetizada nas figuras 3 e 4.



Fonte: Própria

Keynes dá uma pista com relação a explicação acima. Como as instituições financeiras possuem condições de criar crédito, elas alimentam dois agentes econômicos, o produtivo e o especulativo. O produtivo, na condição de gerar investimentos na produção, utiliza os recursos angariados tanto por instituições financeiras quanto por agentes especulativos no seu nível de atividade. Todavia, os

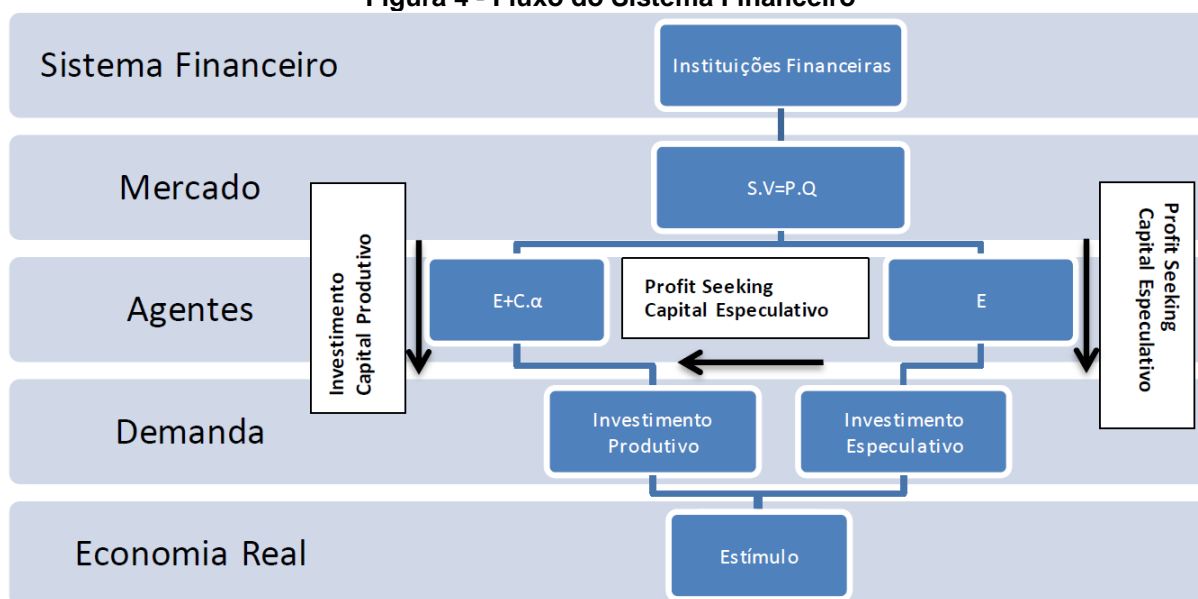
agentes especulativos somente interagem na economia a procura de aumentar seus lucros. Conforme passagem seguinte, Keynes cita que agentes especulativos se utilizam do seu estado de confiança para aumentar seu nível de atuação na economia.

“Até agora tivemos em vista principalmente o estado de confiança do próprio especulador ou investidor especulativo e talvez pareça que tenhamos suposto, implicitamente, que, se ele está satisfeito com suas próprias perspectivas, tem acesso ilimitado ao dinheiro à taxa de juro do mercado. Tal não é, evidentemente, o caso. Por isso devemos considerar também outro aspecto do estado de confiança, ou seja, o grau de confiança que as instituições de crédito concedem às pessoas que nelas procuram empréstimos, e que, às vezes, se denominam condições de crédito. Uma baixa violenta no preço das ações, que produz um efeito desastroso sobre a eficiência marginal do capital, pode ser provocada pelo enfraquecimento seja da confiança especulativa seja das condições de crédito. Mas enquanto o debilitamento de qualquer dos dois fatores é suficiente para determinar uma queda violenta, a recuperação exige que ambos sejam restaurados, pois, conquanto o enfraquecimento do crédito seja bastante para levar a uma crise, o seu fortalecimento, embora uma condição necessária da recuperação, não é condição suficiente”. (KEYNES, 1983, p.167).

Segundo a passagem acima, como Keynes próprio fala, em uma crise, tanto o estado de confiança do especulador quanto as condições de crédito, propiciada pelas instituições financeiras, necessitam ser restaurados. O autor coloca esse fato como uma preposição necessária para uma recuperação econômica, pois somente a recuperação do variável crédito não seria suficiente para tal. Deste modo, o nível de especulação, referenciada pelo estado de confiança do especulador, seria o combustível do investimento, necessário para o aquecimento da atividade econômica.

Podemos então estruturar o seguinte esquema:

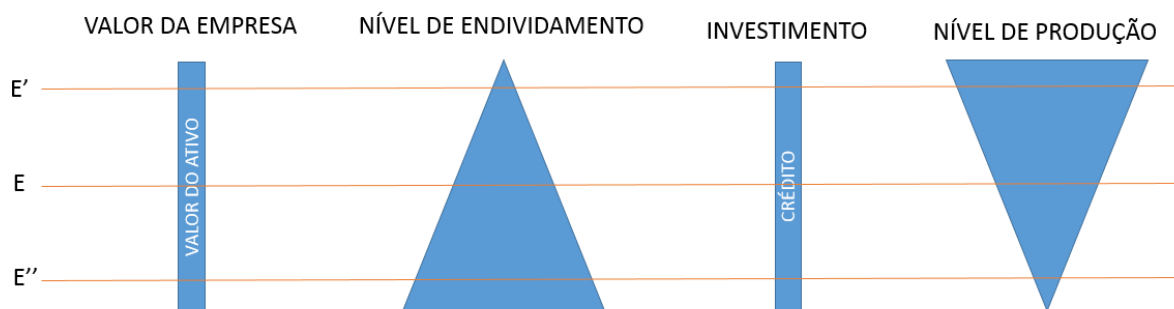
Figura 4 - Fluxo do Sistema Financeiro



Fonte: Própria

As instituições financeiras promovem a criação de crédito que será compartilhada entre os agentes produtivos e especulativos. A produção será estimulada através do crédito bancário concedido sob forma de empréstimo as empresas e dos aportes de capital especulativo. Porém, como vimos em Fischer e Merton (1984), uma valorização nos preços das ações das empresas resulta em um estímulo a captação de recursos no mercado para financiar os seus projetos produtivos. Em outras palavras, este aumento na demanda por títulos é propiciado pelo estado de confiança do especulador, resultando em uma inflação nos preços dos títulos existente, induzindo a uma oferta maior desses ativos.

Figura 5 - Fluxo do Sistema Financeiro



Fonte: Própria

Podemos definir a função do crescimento como sendo:

Equação 1 - Modelo de Crescimento Econômico

$$Y = f(C, E, F) \quad (1)$$

Y = Produção

C = Crédito

E = Especulação

F = Desenvolvimento Financeiro.

O crescimento do nível de investimento na produção da economia depende da elasticidade do financiamento das empresas entre o crédito bancário (C) e de captações no mercado financeiro (E) sob a perspectiva da Elasticidade de Substituição (CES). Se a elasticidade de substituição tender para 0 (zero), tem-se uma função “Walras-Leontief” do tipo $y = \min\{C, E\}$. Se tender para 1 (um), tem-se uma função “Cobb-Douglas” definida como $Y = FC^\beta E^\alpha$. Já se tender para o infinito, tem-se uma função linear do tipo $Y = \alpha C + \beta E$, sendo que o α e o β são os coeficientes de participação dos fatores C e E. Como dito anteriormente, quanto maior for a elasticidade de substituição, maior tenderá a ser a taxa de crescimento econômico. Para isso, seja a expressão (1) uma função de produção do tipo elasticidade de substituição constante (CES), então.

$$y = F[\alpha C^{-p} + \beta E^{-p}]^{-1/p} \quad (2)$$

Em que, $\alpha > 0$, $\beta \geq 0$ e $\alpha + \beta = 1$, $p \geq -1$. O F é o desenvolvimento financeiro, α e β os coeficientes lineares de participação do crédito bancário (C) e do capital especulativo (E) e o p é o parâmetro da função CES.

4.4.1 As Firms

No processo de produção as firmas tomam recursos emprestados junto ao mercado para financiar seus investimentos utilizando-se de uma taxa percentual de sua receita (y), μ :

$$\mu y = C + E \quad (3)$$

A divisão do financiamento do investimento total da firma, ($0 \leq \omega \leq 1$), entre o C e E , são:

$$C = \omega \mu y \quad (4)$$

$$E = (1 - \omega) \mu y \quad (5)$$

4.4.2 Os Especuladores

O agente especulador maximiza o fluxo intertemporal de especulação derivado de uma função de utilidade CRRA (*Constant Relative Risk Aversion*). Essa seria uma melhor opção de função pois demonstra que em períodos de alto risco no mercado de capitais, tende a diminuir o nível de especulação ou aversão ao risco (σ) e vice-versa. Desta maneira, maximizar a utilidade da especulação pela figura do especulador.

$$U = \int_0^{\infty} u(c) e^{-pt} dt \quad (6)$$

s.a.

$$\dot{e} = \pi + va - c \quad (7)$$

Sendo va a valorização (v) sobre o ativo financeiro (a), p é a taxa de preferência intemporal e π é volume de receita obtidas das participações acionárias, ou, simplesmente, $(1 - \omega) \mu y$.

Para gerar soluções analíticas, é útil especializar a função de utilidade para a forma isoelástica:

$$u(c) = \frac{c^{1-\sigma} - 1}{1 - \sigma} \quad (8)$$

com $\sigma > 0$ medindo o grau de aversão ao risco.

Substituindo (7) em (5) e maximizando sujeito a (1), (2), (3), (4), e (6) rende a trajetória de crescimento da especulação:

$$\frac{\dot{c}}{c} = \frac{\alpha\omega^{-p} + \beta(1 - \omega)^{-p}}{\sigma} \quad (9)$$

A equação acima demonstra que existe uma sensibilidade entre o nível de crédito e o nível de especulação, que financiam a produção, sobre o grau de risco em períodos de incertezas. Destarte, a valorização do ativo financeiro das empresas, atrelada a sua capacidade de endividamento, está condicionada a sua perspectiva de atratividade de especuladores sobre a forma de ganhos artificiais (excesso de demanda por esse ativo) e dividendos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Existe uma relação muito próxima entre o nível de atividade econômica e o mercado financeiro. Essa relação está atrelada a demanda e oferta de ativos financeiros.

Através do **Fluxo do Sistema Financeiro**, uma maior demanda por ativos financeiros, por meio da especulação, estimulará uma maior oferta desses ativos por parte da economia. Sendo um ativo financeiro uma representação de um ativo real, uma maior demanda por estes ativos ocasionará uma inflação nos seus preços estimulando, assim, a criação de novos ativos econômicos. O crescimento econômico, através do **Ciclo do Crescimento**, então, se daria pela estimulação da criação de novos ativos econômicos.

Todavia, o financiamento dos agentes econômicos, que estimulam a demanda dos ativos financeiros, depende da criação de crédito, através do **Ciclo do Crédito** que é o meio utilizado pelos próprios agentes para estimular a economia, e pelo **Desenvolvimento do Sistema Financeiro**, ambiente pelo qual o crédito circula.

Entrementes, todas essas variáveis são sensíveis ao risco pois os agentes econômicos especulativos tendem a se sentirem desestimulados a adquirirem novos ativos financeiros ou a pagarem mais por estes ativos. Com isso, um incremento no risco desestimulará os agentes especulativos, resultando em uma baixa demanda, que será refletida no preço dos ativos financeiros, que fará com que as empresas percam valor de mercado. Com as empresas valendo menos, o **Potencial de Financiamento**, que nada mais é que a capacidade de endividamento será comprometida.

Considerando que **Investimento** é endividamento via **Crédito Bancário e Especulativo**, o comprometimento dos níveis de investimentos na produção se refletirá no crescimento econômico.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BLANCHARD, O., RHEE, C. & SUMMERS, L. (1990, Maio). **The Stock Market, Profit And Investment**. [Working Paper No.3370]. National Bureau Of Economic Research. Cambridge.
- CARVALHO, Fernando. C. et ai. **Economia Monetária e Financeira; Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.
- DE ALBUQUERQUE, Diogo Daniel Bandeira. **O Ciclo Econômico Em Kalecki, Schumpeter E Seus Intérpretes: Possas E Minsky**. Campinas: Unicamp, 2015. 162 f. Tese de Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Campinas, 2015.
- FELDSTEIN, M. S. **Housing, Credit Markets and the Business Cycle**. National Bureau of Economic Research Working Paper Series, v. 13471, n. October, 2007.
- FISCHER, S., & MERTON, R.C. (1984, Março). **Macroeconomics And Finance**:
- FRIEDMAN, M. 1953: **Essays in Positive Economics**. Chicago: University of Chicago Press.
- FROOT, K., Scharfstein D., Stein J.; Herd on the Street: **Informational Inefficiencies in a Market with Short-term Speculation**. Journal of Finance, no.4, setembro 1992.
- GURLEY, J. & SHAW, E. (1955). **Financiai Aspects of Economic Developmene**. Amertcan Economia Review, nº 45 (setembro), p.515-538
- KALECKI, M. **Studies in The Theory of Business Cycles: 1933 - 1939**. Nova York: Polish Scientific Publishers, 1969.
- KALECKI, M. **Teoria Da Dinâmica Econômica: Ensaio Sobre As Mudanças Cíclicas E A Longo Prazo Da Economia Capitalista**. São Paulo: Nova Cultural, 1977.
- KEYNES, J. M. **The Ex-Ante Theory Of The Rate Of Interest**. Economic Journal, v.47, p.663-669,1937.
- KEYNES, J. M. **Treatise on Money, Collected Writtings V and VI**. London: MacMillan, 1930/1971.
- KEYNES, J.M.; **Teoria Geral Do Emprego, Dos Juros E Da Moeda**. Abril cultural, 1983 (original1936).
- KWAK, J.; JOHNSON, S. Volume Título : **Innovation Policy and the Economy** , Volume 12 Volume Autor / Editor : Josh Lerner and Scott Stern , Publicação do Editor Data : Abril 2012 Título do Capítulo : Is Financial Innovation Good For The Economy ? Is Financial Innovation Good for the E. v. 12, n. Abril, p. 1–15, 2012.
- LEVINE, R. **Financial development and economic growth: views and agenda**. Journal of Economic Literature, XXXV, p. 688-726, 1997.
- MADRIGAL, Vincent; **Non-Fundamental Speculation**. The Journal of Finance, junho 1996.
- MINSKY, H. (1975). **John Maynard Keynes**. McGraw-Hill, Nova Iorque, 2008a.
- MINSKY, H. **Can It Happen Again? Essays on Instability and Finance**. Nova York: M. E. Sharp, 1982

- MINSKY, H. P. **The Financial Instability Hypothesis and Recent Business Cycle Experience**. Hyman P. Minsky Archive, 1975. Disponível em: <http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/190>. Acesso em: 19 abril. 2016.
- MINSKY, H. P. **The Financial Instability Hypothesis**. [s.l: 1992.
- MOLLICA, M. A. **Uma Avaliação De Modelos De Value-At-Risk: Comparação Entre Métodos Tradicionais E Modelos De Variância Condicional**. 1999, p. 93.
- NUNES, B. F. **Mapas De Precificação De Ativos No Mercado De Capitais: Uma Análise Do Poder Prescritivo Da Behavioral Finance**. Dissertação (Mestrado) – Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2008.
- SCHUMPETER, J. **Teoria Do Desenvolvimento Econômico: Uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro E O Ciclo Econômico**. São Paulo: Nova Cultura, 1997.
- STIGLITZ, J. E.; **Using Tax Policy to Curb Speculative Short Term Trading in Journal of Financial Services**, no. 3, 1989.
- SUNKEL, Osvaldo. **A Teoria Do Desenvolvimento Econômico**. Rio de Janeiro: Difel, 1976.
- TAYLOR, L., O'CONNEL, S. A. (1985). **A Minsky Crisis**. Quarterly Journal of Economics, vol.100 (suplemento), p.871-885.
- THAKOR, A. V. **The Design of Financial Systems: An Overview**. Journal of Banking and Finance, v. 20, n. June, p. 917–948, 1996.
- The Role Of The Stock Market**. [Working Paper No.1291]. National Bureau Of Economic Research. Cambridge.
- VERCELLI, A. **Methodological Foundations of Macroeconomics: Keynes and Lucas**. Cambridge: Cambridge University Press, 1991.
- MINSKY, H. **Integração financeira e política monetária**. Economia e Sociedade, Campinas, n. 3, dez. 1994b.